



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

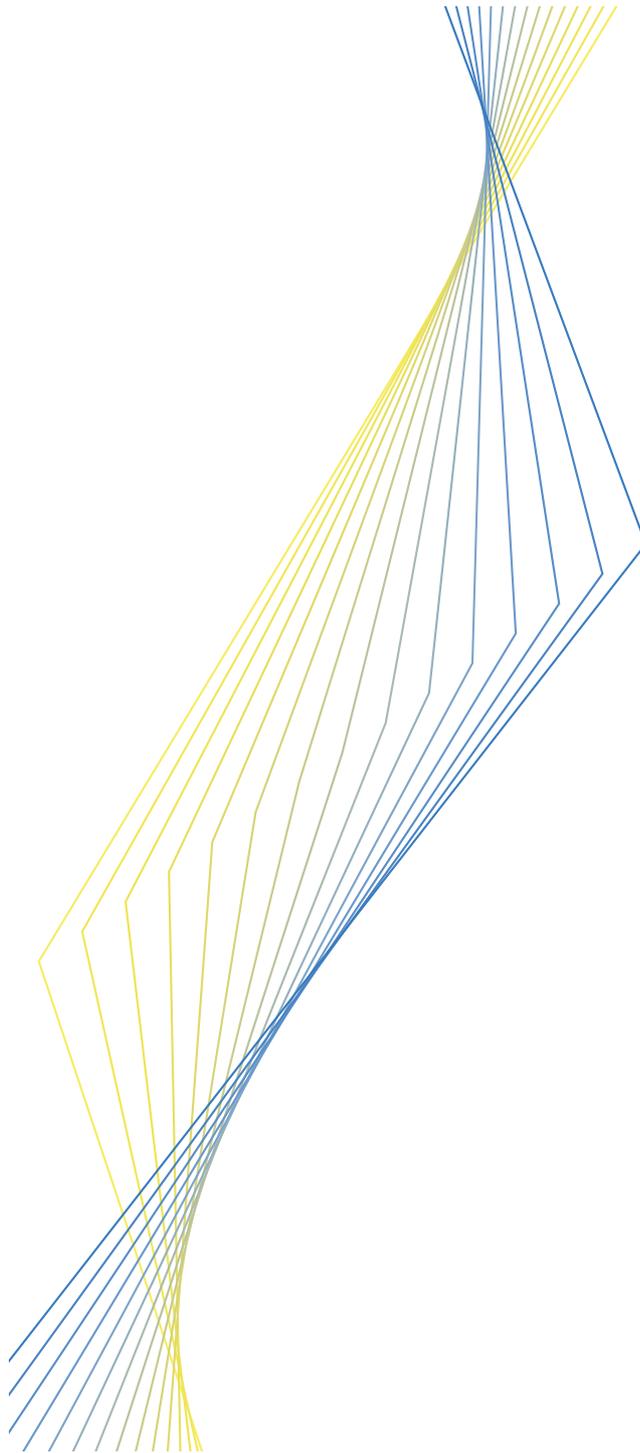
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Oktober 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Oktober 2003

© Europäische Zentralbank, 2003

Anschrift	Kaiserstraße 29 D-60311 Frankfurt am Main
Postanschrift	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main
Telefon	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das EZB-Direktorium verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht (deutsche Fassung von der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 1. Oktober 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	26
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	33
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	39
Kästen	
1 Mögliche Verwendungen der im Euro-Währungsgebiet akkumulierten Überschussliquidität	10
2 Indirekte Finanzierung und Anleihefinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet	16
3 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. September 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	20
4 Jüngste Entwicklungen der Inflationswahrnehmung im Euro-Währungsgebiet	28
Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet	45
Die Integration der europäischen Finanzmärkte	61
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	97*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	103*

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien
DK	Dänemark
DE	Deutschland
GR	Griechenland
ES	Spanien
FR	Frankreich
IE	Irland
IT	Italien
LU	Luxemburg
NL	Niederlande
AT	Österreich
PT	Portugal
FI	Finnland
SE	Schweden
UK	Vereinigtes Königreich
JP	Japan
US	Vereinigte Staaten

Sonstige

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

Entsprechend der in der Gemeinschaft angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Nationalsprachen aufgeführt.

Auf seiner Sitzung am 2. Oktober 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Der Beschluss, die Zinssätze unverändert zu lassen, spiegelt die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht weiterhin günstig sind. Der EZB-Rat hält somit das im historischen Vergleich niedrige Niveau der EZB-Leitzinsen für angemessen. Das derzeitige Zinsniveau trägt darüber hinaus weiter zur Stützung der konjunkturellen Entwicklung bei. Der EZB-Rat wird auch in Zukunft alle Faktoren, die für diese Einschätzung relevant sein könnten, sorgfältig beobachten.

Was zunächst die wirtschaftliche Analyse betrifft, so ist festzustellen, dass das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im ersten Halbjahr 2003 praktisch stagnierte. Die jüngsten Daten und Informationen stehen jedoch mit einer verhaltenen Konjunkturbelebung in der zweiten Jahreshälfte in Einklang. Umfrageergebnisse und Produktionsdaten deuten darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung im dritten Quartal etwas gefestigt haben könnte, und die bis September vorliegenden Vertrauensindikatoren zeigen insgesamt eine gewisse Verbesserung der Wirtschaftserwartungen. In Übereinstimmung mit den verfügbaren Prognosen und Projektionen dürfte sich der konjunkturelle Aufschwung im Laufe des nächsten Jahres langsam verstärken.

Was die Außenwirtschaft angeht, so scheint die Erholung der weltwirtschaftlichen Aktivität voranzuschreiten. Dies dürfte die Exportnachfrage im Eurogebiet stützen und die Auswirkungen der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit kompensieren. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite setzen die Unternehmen ihre Anpassungsbemühungen zur Steigerung der Produktivität und Rentabilität offenbar fort. Dies dürfte in Verbindung mit dem niedrigen Zinsniveau und den

allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen zu einem Wiederanstieg der Investitionen beitragen. Die aus der Aufwertung des Euro resultierenden Terms-of-Trade-Effekte haben einen günstigen Einfluss auf das real verfügbare Einkommen im Euroraum und dürften eine Belebung des privaten Verbrauchs voranbringen. Die Entwicklungen an den Finanzmärkten stimmen weitgehend mit dem Gesamtbild eines allmählichen Wiederanziehens des Wirtschaftswachstums überein.

In Bezug auf die nahe Zukunft scheinen die Risiken, mit denen das Hauptszenario einer allmählichen Erholung behaftet ist, weitgehend ausgeglichen zu sein. Es bestehen jedoch weiterhin einige Risiken hinsichtlich der Nachhaltigkeit des weltweiten Wirtschaftswachstums, was auf ungelöste strukturelle Probleme und anhaltende makroökonomische Ungleichgewichte in wichtigen Industrieländern zurückzuführen ist.

Was die Aussichten für die Preisentwicklung betrifft, so lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerung der jüngsten Vorausschätzung von Eurostat zufolge im September bei 2,1 % und hat sich damit gegenüber August nicht verändert. Im weiteren Jahresverlauf dürfte sie um die 2 %-Marke pendeln. Die Wechselkursentwicklung trägt dazu bei, den kurzfristigen Aufwärtsdruck auf die Preise zu dämpfen, während die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel, die infolge der in einigen Euro-Ländern heißen und trockenen Witterung gestiegen sind, auf ein begrenztes Aufwärtsrisiko in den nächsten Monaten hindeuten könnten. Hinsichtlich der Anfang 2004 zu erwartenden Entwicklung herrscht immer noch eine gewisse Unsicherheit darüber, wie sich die in einigen Ländern des Eurogebiets geplanten Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise im Einzelnen auf die HVPI-Inflation auswirken werden.

Über die kurze Frist hinaus wird nach wie vor erwartet, dass die Inflation 2004 auf unter 2 % sinken und danach weiterhin mit Preisstabilität vereinbar bleiben wird. Diese Einschätzung beruht auf der Annahme einer moderaten Lohnentwicklung vor dem Hin-

tergrund einer allmählichen konjunkturellen Erholung. Darüber hinaus dürfte das Absinken der Importpreise, das sich auch im derzeit moderaten Preisdruck auf der Erzeugerstufe widerspiegelt, den Anstieg der Verbraucherpreise weiterhin dämpfen. Anzumerken ist auch, dass die langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum nach wie vor unterhalb von, jedoch nahe bei 2 % liegen.

Aus der monetären Analyse geht hervor, dass das kräftige Geldmengenwachstum der vergangenen zwei Jahre durch Portfolioumschichtungen, Vorsichtssparen und das niedrige Zinsniveau angeheizt wurde. Letzteres stellte auch ein Gegengewicht zu den negativen Auswirkungen des schwachen Wirtschaftswachstums auf die Kreditvergabe dar. Es gibt sogar Anzeichen für eine Beschleunigung des Wachstums der Kredite an den privaten Sektor.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt der Aufbau von Überschussliquidität angesichts des verhaltenen Wirtschaftswachstums im Euroraum keinen Anlass zur Besorgnis. Sollte die reichliche Liquiditätsausstattung jedoch auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung fortbestehen, könnte sie mittelfristig zu inflationären Spannungen führen.

Zusammenfassend und nach Gegenprüfung der im Rahmen der beiden Säulen gewonnenen Informationen bestätigt die wirtschaftliche Analyse nach wie vor, dass in den kommenden Jahren im Zuge einer allmählichen konjunkturellen Erholung und einer moderaten Entwicklung der Einfuhrpreise und Löhne mit einem weiterhin verhaltenen Preisauftrieb zu rechnen ist. Angesichts der wirtschaftlichen Lage dürfte sich die kräftige Ausweitung der Geldmenge vorerst nicht nachteilig auf diese Aussichten auswirken. Insgesamt bleiben die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität also günstig.

Die jüngsten Entwicklungen in der Finanzpolitik geben Anlass zu tiefer Besorgnis. Die Hinweise häufen sich, dass die meisten Länder ihre Haushaltsziele für 2003 deutlich verfehlen werden, und in einigen Fällen stimmen

auch die Haushaltspläne für 2004 nicht zuversichtlich. In der Verschlechterung der Haushaltssalden spiegelt sich vor allem das hinter den Erwartungen zurückgebliebene Wirtschaftswachstum wider; es ist jedoch beunruhigend, dass bislang nicht alle Länder mit schwerwiegenden Ungleichgewichten ausreichende Konsolidierungsmaßnahmen in die Wege geleitet haben. Es ist von fundamentaler Bedeutung, dass die Glaubwürdigkeit der institutionellen Grundlagen der WWU gewahrt bleibt.

Diesbezüglich bieten der EG-Vertrag und der Stabilitäts- und Wachstumspakt einen geeigneten Rahmen für die Aufrechterhaltung der Haushaltsdisziplin innerhalb angemessener Flexibilitätsgrenzen. Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ist keineswegs ein mechanisches Instrument, das die Finanzpolitik einschränkt, sondern es sieht eine Reihe von Anreizen vor, die dafür sorgen, dass die Länder schwerwiegende Haushaltsungleichgewichte vermeiden und korrigieren. Bei jedem einzelnen Schritt des Verfahrens werden die fiskalpolitischen Maßnahmen und Änderungen im konjunkturellen Umfeld eines Landes beurteilt und bei der Gestaltung weiterer Schritte berücksichtigt. Den Ländern werden also kontinuierlich die Risiken und Kosten vor Augen geführt, mit denen zu rechnen ist, wenn Maßnahmen zur Wahrung der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen hinausgezögert werden. Zur Aufrechterhaltung der Glaubwürdigkeit des finanzpolitischen Rahmens ist es unabdingbar, seine Regeln vollständig einzuhalten und in jeder Hinsicht umzusetzen. Geschieht dies und werden die Forderungen des ECOFIN-Rats erfüllt, so ergeben sich positive Vertrauens- und Wachstumseffekte, die noch verstärkt werden können, wenn die Haushaltspläne Teil einer umfassenden und glaubwürdigen mittelfristigen Strategie sind, deren Schwergewicht auf einer strukturellen Ausgabenreform liegt.

Weitere Reformen sind dringend erforderlich, um die strukturellen Verkrustungen an den Arbeits- und Gütermärkten abzubauen und damit dem wirtschaftlichen Hauptproblem des Euro-Währungsgebiets, nämlich der

hohen strukturellen Arbeitslosigkeit, zu begegnen. Außerdem sind die derzeitigen Bemühungen, wichtige Änderungen im Renten- und Gesundheitswesen sowie in anderen Bereichen in Gang zu setzen und somit der Bevölkerungsalterung Rechnung zu tragen, für die Gewährleistung der dauerhaften Tragfähigkeit unserer Sozialversicherungssysteme von zentraler Bedeutung.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Aufsätze. Der erste Aufsatz untersucht die jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet, wobei das Hauptaugenmerk auf der sich verändernden Rolle von Finanzintermediären und Finanzmärkten liegt. Der zweite Aufsatz gibt einen Überblick über den fortschreitenden Prozess der Finanzintegration im Euro-Währungsgebiet.

Wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

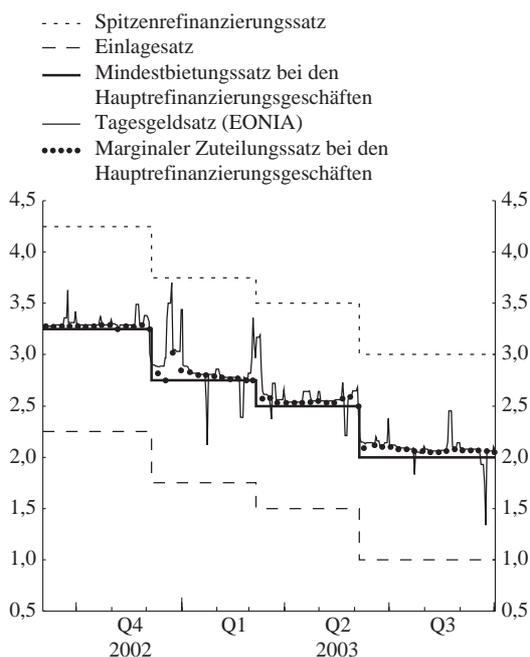
Auf seiner Sitzung am 2. Oktober 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 3,0 % bzw. 1,0 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

M3-Wachstum im August rückläufig

Das Geldmengenwachstum hat sich im August 2003 etwas verlangsamt. So sank die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 im Berichtsmonat auf 8,2 %, verglichen mit 8,6 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 betrug im Zeitraum von Juni bis August des laufenden Jahres 8,4 % gegenüber 8,5 % in der Zeit von Mai bis Juli.

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

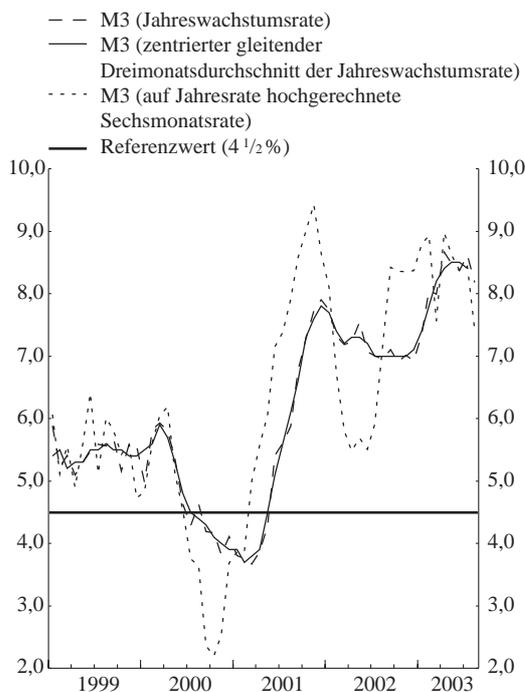


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

Zwar unterliegen monatliche Entwicklungen Schwankungen und sollten nicht überbewertet werden, doch könnte das langsamere Geldmengenwachstum im August auf Portfolioumschichtungen von der Geldmenge zurück in längerfristige Finanzaktiva hindeuten, die vor dem Hintergrund eines verbesserten Finanzmarktklimas vorgenommen wurden. Vor allem bleibt abzuwarten, ob sich die jüngste Entwicklung in den kommenden Monaten bestätigen wird. Dessen ungeachtet ist weiterhin reichlich Liquidität vorhanden, die das zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums im Euroraum erforderliche Volumen derzeit deutlich übersteigt. Angesichts des gegenwärtig verhaltenen Wirtschaftswachstums im Eurogebiet gibt der Aufbau von Überschussliquidität keinen Anlass zur Besorgnis. Sollte die reichliche Liquiditätsausstattung jedoch auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung fortbestehen, könnte sie mittelfristig zu inflationären Spannungen führen. Daher sind sowohl das Ausmaß der

Kasten I

Mögliche Verwendungen der im Euro-Währungsgebiet akkumulierten Überschussliquidität

Reichliche Liquiditätsausstattung im Euroraum

In den vergangenen Jahren lag die Ausweitung der Geldmenge M3 deutlich über dem Referenzwert von 4 ½ %, der vom EZB-Rat festgelegt wurde und sich auf die mit Preisstabilität auf mittlere Sicht vereinbarte jährliche Wachstumsrate von M3 bezieht. Infolge des kräftigen M3-Wachstums ist in der Wirtschaft des Euroraums nun deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist. Dies lässt sich durch die Berechnung von Messgrößen der Geldlücke veranschaulichen, die die kumulative Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert über eine bestimmte Anzahl von Jahren aufzeigen. Die in der Abbildung dargestellte Messgröße der nominalen Geldlücke errechnet sich als Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und einem Geldbestand M3, der sich bei einem dem Referenzwert (4 ½ %) entsprechenden M3-Wachstum ergeben hätte. Als Basisperiode liegt der Abbildung der Dezember 1998, d. h. der Monat vor dem Beginn der einheitlichen Geldpolitik, zugrunde. Die reale Geldlücke gibt die Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem realen Geldbestand M3 wieder, der sich bei einem dem Referenzwert entsprechenden nominalen M3-Wachstum und einer mit der Preisstabilitätsdefinition konformen Teuerung nach dem HVPI ergeben hätte –

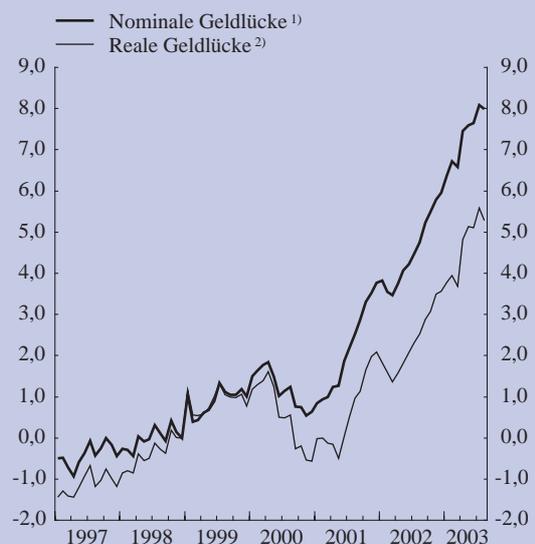
gleichfalls mit Dezember 1998 als Basismonat. Dieser Indikator trägt der Tatsache Rechnung, dass ein Teil der in den vergangenen Jahren aufgelaufenen Überschussliquidität mittlerweile durch höhere Preise absorbiert worden ist, was eine Abweichung der Inflationsraten vom Preisstabilitätsziel nach oben widerspiegelt. Daher ergibt sich aus der Messzahl für die reale Geldlücke ein geringeres Maß an Überschussliquidität. Obgleich die Basisperiode für diese Indikatoren recht willkürlich gewählt wurde, wird doch deutlich, dass sich in den beiden letzten Jahren eine überaus hohe Überschussliquidität aufgebaut hat (siehe Abbildung).

Die dem Aufbau von Überschussliquidität zugrunde liegenden Motive

Damit stellt sich die Frage, was denn mit diesem hohen Bestand an überschüssiger Liquidität geschehen wird. Hier können zunächst die dem Liquiditätsaufbau zugrunde liegenden Motive Aufschluss geben. Zum Ersten steht die derzeit reichliche Liquiditätsausstattung des Eurogebiets eng mit früheren Portfolioumschichtungen in Zusammenhang, die meistens von Mitte 2001 bis Anfang 2003 vor dem Hintergrund hoher Volatilität am Aktienmarkt und anhaltend rückläufiger Aktienkurse erfolgten. Bei diesen „geparkten“ Mitteln ist allgemein damit zu rechnen, dass sie in längerfristigen Finanzaktiva oder Immobilien angelegt werden, wenn die Unsicherheit am Finanzmarkt abklingt. Zum Zweiten hat das niedrige Niveau der Zinsen und somit der Opportunitätskosten von M3 liquide Geldanlagen begünstigt. Ein Teil dieser Mittel könnte künftig zu Transaktionszwecken herangezogen werden. Schließlich scheint vor dem Hintergrund unsicherer Wirtschafts- und Beschäfti-

Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)



Quelle: EZB.

- 1) Abweichung der tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Geldbestand, der sich aus einem dem Referenzwert entsprechenden monetären Wachstum ergibt. Als Basismonat wurde Dezember 1998 gewählt.
- 2) Nominale Geldlücke abzüglich der Abweichung der Verbraucherpreise von einem der Definition von Preisstabilität entsprechenden Niveau. Als Basismonat wurde ebenfalls Dezember 1998 gewählt.

gungsaussichten auch ein verstärktes Vorsichtssparen eine Rolle gespielt zu haben. Bei diesem Teil der angesauten Liquidität ist anzunehmen, dass er entweder in längerfristige Finanzaktiva bzw. Immobilien fließen oder für den Konsum verwendet werden wird, wenn sich die Beschäftigungsaussichten verbessern.

Welcher Betrag für diese drei Verwendungszwecke jeweils gehalten wird, ist schwer zu ermitteln, da die Wirtschaftsakteure die unterschiedlichen Teile ihres Geldvermögens natürlich nicht explizit diesen Motiven zuordnen. Darüber hinaus ist anzunehmen, dass die Verwendung liquider Anlageformen von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen abhängt, sodass beispielsweise ursprünglich für Portfoliozwecke gehaltene liquide Aktiva bei einer Besserung der Wirtschaftsaussichten zu Transaktionszwecken genutzt werden können. Im weiteren Teil dieses Kastens wird näher auf die möglichen gesamtwirtschaftlichen Folgen der unterschiedlichen Verwendungsformen der angesammelten Überschussliquidität eingegangen.

Gesamtwirtschaftliche Folgen der möglichen Verwendungen der Überschussliquidität

Wie bereits erwähnt ist es möglich, dass ein Teil der akkumulierten Überschussliquidität in längerfristigen Finanzaktiva (in Aktien oder Schuldverschreibungen) entweder direkt oder indirekt über Investmentfonds angelegt wird. Würde der Nicht-MFI-Sektor als Ganzes sein Portfolio umschichten, müssten entweder der MFI-Sektor des Eurogebiets oder gebietsfremde Wirtschaftsteilnehmer als Geschäftspartner agieren. In einem solchen Fall käme es zu einem Rückgang der Überschussliquidität. Damit würde sich zwar die Besorgnis hinsichtlich der Preisstabilität verringern, doch könnten die Portfolioanpassungen unter bestimmten Voraussetzungen auf die Vermögenspreise einwirken. Die dadurch entstehenden Auswirkungen auf das Ausgabeverhalten (über Vermögenseffekte oder mögliche Verbesserungen der Finanzierungsbedingungen) dürften allerdings begrenzt sein. Wie schnell sich die Überschussliquidität durch eine Umkehr von Portfolioumschichtungen zurückbilden würde, hängt entscheidend davon ab, ob der private Nicht-MFI-Sektor sein Investitionsverhalten lediglich hinsichtlich der Bildung neuen Sparvermögens oder auch mit Blick auf die bereits bestehenden unterschiedlichen Anlagen in seinem Investmentportfolio anpasst. Angesichts des hohen Liquiditätsgrads der Portefeuilles könnte sich die Umkehr früherer Portfolioumschichtungen durchaus sowohl auf neue Ansparungen als auch auf Bestandsveränderungen erstrecken. Im Prinzip könnte der Rückgang der Überschussliquidität somit recht kräftig ausfallen. Allerdings deutet die Erfahrung der vergangenen Monate, in denen der Mittelrückfluss von liquiden Anlagen in Aktien begrenzt geblieben ist, darauf hin, dass sich die Anpassung auch recht langsam vollziehen könnte. Einer der Gründe hierfür mag sein, dass die privaten Haushalte Aktieninvestitionen mittlerweile zurückhaltender gegenüber stehen, da sie von Mitte 2000 bis Anfang 2003 beträchtliche Verluste am Aktienmarkt hinnehmen mussten.

Eine Alternative zur Anlage der Überschussliquidität in Finanzaktiva besteht im Erwerb von Immobilien. Dabei treffen grundsätzlich die gleichen Überlegungen wie oben zu. Da Immobilien allerdings mit hoher Wahrscheinlichkeit zwischen gebietsansässigen Nicht-MFIs gehandelt würden, dürfte sich die Überschussliquidität dadurch wohl nicht verringern (sie könnte sich sogar erhöhen, falls zusätzliche Wohnungsbaukredite zur Finanzierung aufgenommen werden), und es würde sehr wahrscheinlich zu positiven Auswirkungen auf die Immobilienpreise kommen, welche dann über Vermögenseffekte auch das Ausgabeverhalten beeinflussen könnten.

Die Überschussliquidität könnte auch direkt zu höheren Ausgaben führen, insbesondere wenn die Konjunktur wieder an Fahrt gewinnt. Für den zu Transaktionszwecken gehaltenen Teil der angesammelten Überschussliquidität liegt dies auf der Hand. Aber auch ein Teil des ursprünglich aus spekulativen oder Vorsichtsmotiven gehaltenen Geldbestands könnte im Lauf der Zeit als Transaktionskasse verwendet werden. Da der private Nicht-MFI-Sektor mit großer Wahrscheinlichkeit vor allem seine Nachfrage nach inländischen Waren und Dienstleistungen steigern würde, dürfte der resultierende Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben nicht nur zu einer allmählichen Absorption des Kapazitätsüberschusses in der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets beitragen, sondern könnte mittelfristig auch Risiken für die HVPI-Inflation bergen.

Schließlich lässt sich nicht völlig ausschließen, dass sich hinter der derzeit reichlichen Liquiditätsausstattung bis zu einem gewissen Grad ein verändertes Nachfrageverhalten der Wirtschaftsakteure nach Geld, d. h. ein Anstieg der angestrebten Geldhaltung, verbirgt. Eine solche strukturelle Verschiebung der Geldnachfrage würde bedeuten, dass die Überschussliquidität im Euroraum durch die Messgrößen der Geldlücke gegenwärtig überzeichnet wird. Faktoren, die eine derartige Verschiebung der Geldnachfrage in den letzten beiden Jahren nach oben bewirkt haben könnten, sind jedoch schwer auszumachen. (So finden sich beispielsweise kaum Belege dafür, dass spezifische Finanzinnovationen oder eine veränderte steuerliche Behandlung bestimmter Finanzinstrumente die Attraktivität der Geldhaltung in diesem Zeitraum gesteigert haben). Daher erscheint es als eher unwahrscheinlich, dass ein großer Teil der Überschussliquidität auf einen solchen Strukturwandel zurückzuführen ist.

Schlussfolgerungen

Ob die reichliche Liquiditätsversorgung im Euroraum zu inflationären Spannungen führt oder nicht, hängt im Ergebnis davon ab, für welche Zwecke diese Überschussliquidität eingesetzt wird. Sollte der Großteil des akkumulierten Geldbestandes noch vor einem deutlichen Konjunkturaufschwung zurück in Aktien oder an die Märkte für längerfristige Schuldverschreibungen umgeschichtet werden, gäbe es weniger Anlass zur Besorgnis über die Inflationsaussichten, obgleich die Vermögenspreise kräftiger anziehen könnten. Besteht allerdings in einer Phase starken Wirtschaftswachstums noch ein erhebliches Maß an Überschussliquidität, so erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass diese mit der Zeit für Transaktionszwecke verwendet wird und die daraus resultierende höhere gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf mittlere Sicht Inflationsrisiken nach sich zieht.

Anhand der jüngsten Entwicklungen lässt sich noch nicht abschätzen, welche Verwendung der Überschussliquidität in der Zukunft überwiegen wird. Trotz einer Tendenz zur Normalisierung der Lage am Aktienmarkt und eines Nachlassens der geopolitischen Spannungen in den vergangenen Monaten hielt sich der Rückfluss von Portfoliokapital in Aktien und Aktienfonds in Grenzen. Daneben dürfte sich auch die Attraktivität längerfristiger festverzinslicher Anlageformen aufgrund der während des Großteils des bisherigen Jahresverlaufs beobachteten Entwicklung an den Rentenmärkten – zumindest vorübergehend – verringert haben. Alles in allem unterstreicht diese Analyse, dass die Entwicklung der Überschussliquidität und ihrer möglichen Verwendung genau beobachtet werden muss, damit potenzielle inflationäre Gefahren erkannt und rechtzeitig geeignete geldpolitische Beschlüsse gefasst werden können.

Umkehr der vergangenen Portfolioumschichtungen als auch die Möglichkeit, dass die Überschussliquidität in Zeiten eines stärkeren Wirtschaftswachstums ihren Niederschlag in den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben findet, Faktoren, die genau beobachtet werden müssen (siehe Kasten I).

Bei den Hauptkomponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 im August auf 11,8 % gegenüber 11,6 % im Vormonat (siehe Tabelle I). Was die einzelnen Komponenten anbelangt, so ging die jährliche Wachstumsrate des Bargeldumlaufs von 30,3 % im Juli auf 28,8 % im Berichtsmonat zurück. Die kurzfristige Zunahme des Bargeldumlaufs

blieb recht kräftig und spiegelte weiterhin den Wiederaufbau von Bargeldbeständen innerhalb und außerhalb des Euroraums im Gefolge der Euro-Bargeldumstellung wider. Die Jahresrate der täglich fälligen Einlagen stieg im August auf 9,3 % (nach 8,9 % im Vormonat). Das anhaltend starke Wachstum der täglich fälligen Einlagen dürfte hauptsächlich mit den niedrigen Opportunitätskosten zusammenhängen.

Bei den übrigen Komponenten von M3 ging die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im August auf 5,5 % zurück, verglichen mit 5,8 % im Juli. Dies war auf den Rückgang der Jahresänderungsrate der Einlagen mit einer verein-

barten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (von -1,1 % im Vormonat auf -1,9 %) zurückzuführen. Dagegen erhöhte sich die Vorjahrsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im Berichtsmonat weiter auf 11,2 % (nach 11,0 % im Juli). Diese unterschiedlichen Entwicklungen spiegeln wahrscheinlich den in den letzten Monaten abnehmenden Abstand zwischen den Zinssätzen dieser Anlageformen im Kundengeschäft der Banken wider, der zur Folge hatte, dass Termineinlagen gegenüber Spareinlagen an Attraktivität verloren.

Die Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente verringerte sich deutlich von 9,1 % im Juli auf 6,3 % im August. Dies war auf einen Rückgang der Jahresänderungsraten aller Komponenten zurückzuführen, nämlich der Repogeschäfte (auf -2,9 % nach 0,7 % im Juli), der Geldmarktfondsanteile (auf 15,4 % nach 18,2 %) sowie der Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren (auf -15,1 % nach -13,7 %). Zwar wäre es verfrüht, hieraus endgültige Schlussfolgerungen zu ziehen, doch könnte es im August zu gewissen Umschichtungen weg von den in M3 enthaltenen kurz-

fristigen sicheren Anlageformen gekommen sein.

Bei den in den MFI-Bilanzen enthaltenen Gegenposten zu M3 erhöhte sich das jährliche Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im August geringfügig auf 5,6 % gegenüber 5,5 % im Vormonat.

Jährliches Wachstum der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor im August leicht erhöht

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors lag die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im August bei 5,4 %, verglichen mit 5,3 % im Vormonat. Grund hierfür war ein Anstieg der Jahreswachstumsraten der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte von 4,6 % auf 4,8 %. Dagegen verharnte die Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor auf ihrem Vormonatsstand von 5,5 %. Was die Komponenten des letztgenannten Postens angeht, so hat sich das kürzerfristige Wachstum der Buchkredi-

Tabelle I

Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen für das Euro-Währungsgebiet

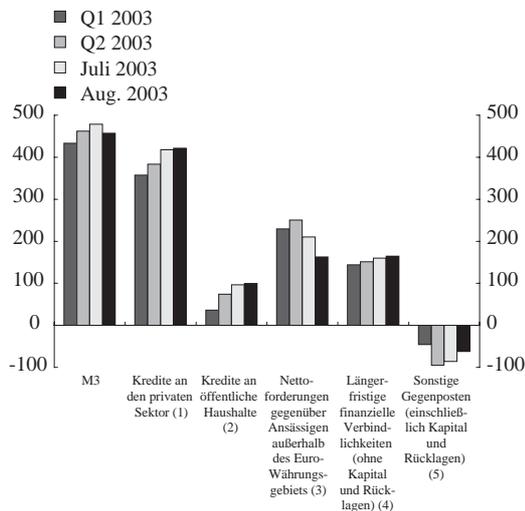
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.
M1	8,8	10,3	11,4	11,4	11,4	11,6	11,8
darunter: Bargeldumlauf	12,9	39,1	35,7	34,3	31,9	30,3	28,8
darunter: Täglich fällige Einlagen	8,1	6,6	8,1	8,3	8,5	8,9	9,3
M2-M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,9	4,4	5,4	5,9	5,6	5,8	5,5
M2	6,7	7,1	8,2	8,5	8,4	8,5	8,5
M3-M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	8,5	10,5	9,8	8,7	8,5	9,1	6,3
M3	7,0	7,6	8,4	8,5	8,4	8,6	8,2
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	5,2	5,0	5,2	5,2	5,2	5,5	5,6
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	4,1	4,2	4,7	5,0	4,8	5,3	5,4
Kredite an öffentliche Haushalte	2,0	2,1	3,5	4,3	3,6	4,6	4,8
darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte	-1,2	-1,2	-0,5	-0,2	-0,4	0,8	1,4
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	4,7	4,8	5,1	5,2	5,1	5,5	5,5
darunter: Buchkredite an den privaten Sektor	4,8	4,9	4,6	4,6	4,5	4,9	5,0

Quelle: EZB.

Abbildung 3 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr, Stand am Ende des Berichtszeitraums; Mrd €; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

$$M3 = (1) + (2) + (3) - (4) + (5).$$

te in den letzten Monaten beschleunigt, was ein erster Anhaltspunkt für eine Belebung der Vergabe von Buchkrediten sein könnte. Infolgedessen erhöhte sich die Vorjahrsrate der Buchkredite an den privaten Sektor im August leicht auf 5,0 % gegenüber 4,9 % im Vormonat.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets nahmen im August 2003 in absoluter und saisonbereinigter Rechnung um 41 Mrd € ab. Im Zwölfmonatszeitraum bis August erhöhten sie sich um 163 Mrd €, verglichen mit einem Anstieg um 210 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis Juli und 251 Mrd € bis Juni 2003. Die Daten der Zahlungsbilanz (welche für den Zeitraum bis Juli vorliegen) legen den Schluss nahe, dass der jüngste Rückgang der Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums hauptsächlich auf den höheren Erwerb ausländischer Anleihen durch Gebietsansässige und die Veräußerung inländischer Anleihen durch Gebietsfremde zurückzuführen ist.

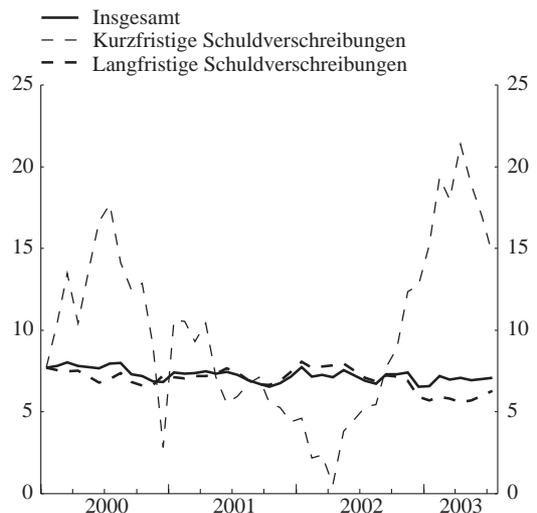
Emission von Schuldverschreibungen im Juli stabil

Die Vorjahrsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Juli leicht auf 7,1 %, verglichen mit einer Rate von 7,0 % im Juni. Dies war auf einen Anstieg der Jahreswachstumsrate des Umlaufs langfristiger Schuldverschreibungen um 0,3 Prozentpunkte auf 6,3 % im Juli zurückzuführen. Dagegen verringerte sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen um 2,3 Prozentpunkte auf 14,6 % (siehe Abbildung 4).

Aus der Aufgliederung nach Währungen geht hervor, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Gebietsansässigen begebenen Euro-Schuldverschreibungen im Juli mit 6,7 % gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert blieb. Bei den auf andere Währungen lautenden Schuldverschreibungen sank die Vorjahrsrate dagegen von 11,2 % im Juni auf 10,9 % im Berichtsmonat.

Abbildung 4 Aufschlüsselung der Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet nach Laufzeiten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Jahreswachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und sind um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigt.

Die Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen zeigt, dass sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen im Juli auf 4,3 % belief und sich damit gegenüber dem Vormonat um 0,6 Prozentpunkte beschleunigt hatte. Grund hierfür war ein Anstieg der Jahreswachstumsrate des Umlaufs langfristiger Schuldverschreibungen von 2,0 % im Juni auf 3,0 % im Berichtsmonat. Im Gegensatz dazu verlangsamte sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen um 2,6 Prozentpunkte auf 16,1 %. Insgesamt betrachtet war ein Anstieg der Jahresrate der vom MFI-Sektor begebenen langfristigen Schuldverschreibungen um 7,5 % zu verzeichnen, der zu einer Erhöhung der in der MFI-Bilanz ausgewiesenen langfristigen Mittel beitrug.

Bei den Nicht-MFIs des privaten Sektors, zu denen sowohl nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften als auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zählen, verringerte sich das jährliche Wachstum der umlaufenden Euro-Schuldverschreibungen um 0,4 Prozentpunkte auf 21,6 % im Juli.

Was die beiden Teilsektoren angeht, so sank die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Euro-Schuldverschreibungen von 14,5 % im Juni auf 13,2 % im Juli, wodurch der Aufwärtstrend der vorangegangenen sechs Monate unterbrochen wurde. Dennoch bleibt diese Jahreswachstumsrate aufgrund der in den letzten Jahren gestiegenen Bedeutung des Marktes für Unternehmensanleihen (siehe Kasten 2) recht hoch.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate der umlaufenden Euro-

Schuldverschreibungen leicht von 30,5 % im Juni auf 31,0 % im Juli. Der Umlauf an von diesem Sektor begebenen Schuldverschreibungen ist seit Juni 1999 relativ kräftig gewachsen. Die Emissionstätigkeit konzentrierte sich in der Regel auf einige wenige Länder, in denen günstige steuerliche Bedingungen für Kapitalgesellschaften herrschen, die sich Zweckgesellschaften (Special-Purpose Vehicles, SPVs) und anderer Finanzierungsgesellschaften bedienen, um am Markt für Unternehmensanleihen Kapital aufzunehmen (siehe den Aufsatz „Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet“ im vorliegenden Monatsbericht). Allerdings können sich auch Finanzinstitute dafür entscheiden, Schuldverschreibungen über SPVs zu begeben. Bei den beiden dem Volumen nach bedeutendsten Emissionen von Nicht-MFIs im Juli handelte es sich um von Finanzinstituten verbriefte Forderungen.

Was die öffentlichen Haushalte anbelangt, so blieb die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Euro-Schuldverschreibungen im Juli mit 4,3 % gegenüber dem Vormonat unverändert. Eine auffällige Entwicklung der letzten Monate war die verstärkte Emission inflationsindexierter Anleihen, die zu einem wesentlichen Teil in Griechenland und, in jüngster Zeit, in Italien zu beobachten war.

Die Emission von Euro-Schuldverschreibungen durch sonstige öffentliche Haushalte (darunter hauptsächlich Länder und Gemeinden) verlangsamte sich; die entsprechende Jahreswachstumsrate des Umlaufs ging von 26,9 % im Juni auf 20,2 % im Juli zurück. Die nach wie vor rege Emissionstätigkeit dieses Sektors lässt sich durch den hohen Finanzierungsbedarf der Gemeinden in einigen Euro-Ländern erklären.

Kasten 2

Indirekte Finanzierung und Anleihefinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

Das Finanzsystem im Euro-Währungsgebiet wird insofern stark von den Banken beeinflusst, als ein großer Teil der Anlage- und Finanzierungsentscheidungen der nichtfinanziellen Sektoren über Finanzintermediäre, vor allem Banken, erfolgt (siehe EZB, Report on Financial Structures, Oktober 2002). Allerdings haben in den vergangenen Jahren die Wertpapiermärkte an Bedeutung gewonnen. Dies war unter anderem auf die Einführung des Euro zurückzuführen, die größeren gebietsansässigen Kapitalgesellschaften bessere Möglichkeiten und größere Anreize bot, sich euroraumweit über die Märkte für Unternehmensanleihen zu finanzieren. Damit wurde der Weg zur Erschließung dieses Finanzierungskanals geebnet, der zuvor relativ unbedeutend gewesen war.

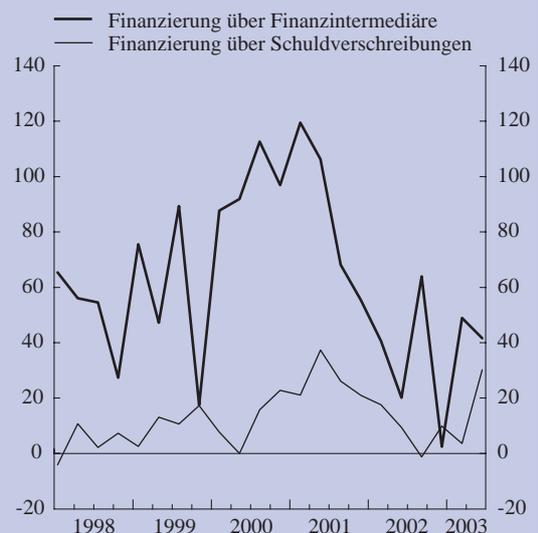
Mit zunehmender Diversifizierung können die Finanzsysteme über die Bereitstellung vielfältiger Finanzierungsmöglichkeiten die Stabilität der Finanzierungsströme, die den Kapitalgesellschaften insgesamt zufließen, verbessern. In diesem Kasten wird untersucht, inwieweit sich durch die Entwicklung eines euroraumweiten Marktes für Unternehmensanleihen die Zahl der Finanzierungsquellen für gebietsansässige Kapitalgesellschaften erhöht hat, und ob das Finanzsystem inzwischen so stark diversifiziert ist, dass im Falle von Schwierigkeiten bei der Bereitstellung von Finanzierungsmitteln in einem Teil des Systems auf andere Segmente ausgewichen werden kann.

Die in den letzten Jahren beobachtete rasche Entwicklung des Marktes für Unternehmensanleihen im Euroraum wurde neben der Euro-Einführung auch von einer Reihe teils exogener Faktoren getragen. So entstand insbesondere durch die Fusions- und Übernahmewelle der späten Neunzigerjahre sowie den Erwerb von UMTS-Lizenzen durch Telekommunikationsfirmen im Euroraum im Jahr 2000 ein großer Finanzierungsbedarf. Mit der Weiterentwicklung und Vertiefung des Marktes konnten sich immer mehr große Unternehmen im Euroraum über die Anleihemärkte finanzieren.¹

Durch das Wachstum des Marktes für Unternehmensanleihen haben die Unternehmen zwar Zugang zu vielfältigen Finanzierungsmöglichkeiten erhalten. Diese Entwicklung an sich bedeutet allerdings nicht, dass das Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets eine stärkere Resistenz gegen Schocks entwickelt hat. Um zu beurteilen, ob die Vorteile der Diversifizierung der Finanzierungsquellen ausgeschöpft worden sind, kann beispielsweise überprüft werden, ob sich bisher die verschiedenen Quellen im Zeitverlauf durchschnittlich die Waage hielten oder sich eher parallel entwickelten. Die mit der Diversifizierung einhergehende Stabilität kann nur im ersten Fall eintreten. Durch eine einfache Analyse lässt sich feststellen, inwieweit die Verfügbarkeit über Finanzintermediäre gehandelter Finanzierungsmittel (definiert als von MFIs und sonstigen Finanzinstituten

Fremdfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

(Vierteljährliche Ströme, nicht saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: „Finanzierung über Finanzintermediäre“ umfasst von MFIs und nichtmonetären Finanzinstituten vergebene Kredite. „Finanzierung über Schuldverschreibungen“ steht für die Fremdfinanzierung über die Emission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften des Euroraums.

¹ Siehe auch J. Santillán, M. Bayle und C. Thygesen, *The impact of the euro on money and bond markets*, Occasional Paper Nr. 1 der EZB, Juli 2000.

vergebene Kredite) wie auch stärker marktbasierter Finanzierungsquellen (direkt über den Markt erworbene Finanzinstrumente, vor allem Unternehmensanleihen und Aktien) die Stabilität der Finanzierungsströme dahin gehend stärkt, dass sich diese Finanzierungsquellen im Zeitverlauf tendenziell ausgleichen. Ein Beleg dafür, dass verschiedene Finanzierungsformen miteinander austauschbar sind, läge im Grunde dann vor, wenn die beiden einzelnen Fremdfinanzierungsarten volatiler wären als die Fremdfinanzierung insgesamt. Zudem könnte man bei einer geringen oder gar negativen Korrelation zwischen indirekter und direkter Finanzierung darauf schließen, dass sich die beiden Finanzierungsquellen im Zeitverlauf durchschnittlich nicht parallel entwickeln.

Vorstehende Abbildung, die sich auf die Fremdfinanzierung beschränkt, stellt die Finanzungsverhältnisse nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet der letzten fünf Jahre dar, aufgeschlüsselt nach der Finanzierung über Finanzintermediäre (indirekte Finanzierung) und der Finanzierung über Schuldverschreibungen (Anleihefinanzierung) und basierend auf der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung. Wenngleich die indirekte Finanzierung im Betrachtungszeitraum die wichtigste Finanzierungsquelle für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften war, spielte auch die Anleihefinanzierung eine nicht zu vernachlässigende Rolle. Ferner scheinen die verschiedenen Finanzierungsquellen in der Zeit vom vierten Quartal 1997 bis zum ersten Quartal 2003 keinen starken Gleichlauf aufzuweisen. Die Tabelle zeigt die Volatilität und Korrelation der beiden Fremdfinanzierungsquellen in diesem Zeitraum. Bei der dargestellten Volatilitätsmessgröße handelt es sich um den Variationskoeffizienten.² Bei der Interpretation dieser Daten ist generell zu berücksichtigen, dass sie sich auf einen verhältnismäßig kurzen Zeitraum beziehen.

Volatilität und Korrelation der vierteljährlichen Finanzierungsströme, Q4 1997–Q1 2003

	Fremdfinanzierung insgesamt	Finanzierung über Finanzintermediäre	Kurzfristige Finanzierung über Finanzintermediäre	Finanzierung über Schuldverschreibungen	Finanzierung über kurzfristige Schuldverschreibungen
Variationskoeffizient ¹⁾	0,45	0,51	1,52	0,84	1,56
Fremdfinanzierung insgesamt	1,00				
Finanzierung über Finanzintermediäre	0,95	1,00			
Kurzfristige Finanzierung über Finanzintermediäre	0,77	0,80	1,00		
Finanzierung über Schuldverschreibungen	0,47	0,19	0,16	1,00	
Finanzierung über kurzfristige Schuldverschreibungen	0,21	-0,02	0,09	0,76	1,00

Quelle: EZB-Schätzungen.

1) Standardabweichungen geteilt durch den Mittelwert.

Aus der Tabelle geht hervor, dass die Volatilitätsmessgrößen für die indirekte Finanzierung und die Anleihefinanzierung höher sind als für die Fremdfinanzierung insgesamt. Darüber hinaus lässt die zeitgleiche Korrelation darauf schließen, dass die beiden Finanzierungsformen zwischen dem vierten Quartal 1997 und dem ersten Quartal 2003 im Durchschnitt nicht deutlich parallel zueinander verliefen, da sie nicht sehr stark korrelieren (0,19). Die Verfügbarkeit einer Vielzahl von Finanzierungsquellen spielt vermutlich vor allem im Hinblick auf die kurzfristige Finanzierung eine Rolle. Hier korrelierten die kurzfristige Finanzierung über Finanzintermediäre und die kurzfristige Finanzierung über Schuldverschreibungen vierteljährlich betrachtet noch weniger stark (0,09) als diese beiden Finanzierungsformen insgesamt.³

² Der Variationskoeffizient ist das Verhältnis der Standardabweichung zum arithmetischen Mittel. Mit dieser Messgröße der Volatilität können Datenreihen unterschiedlicher Größenordnung einfacher miteinander verglichen werden als anhand von Standardabweichungen.

³ Siehe auch G. de Bondt, *Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence*, Working Paper Nr. 164 der EZB, August 2002.

Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass das Wachstum des Marktes für Unternehmensanleihen im Euroraum als Ergänzung der Kreditfinanzierung dazu beigetragen hat, den Zugang von Unternehmen zur Fremdfinanzierung durch die Ausweitung der Finanzierungsmöglichkeiten zu erleichtern, und somit das Finanzsystem vertieft hat.

Die Tatsache, dass die indirekte Finanzierung weniger volatil als die Anleihefinanzierung war, legt ebenfalls den Schluss nahe, dass Kredite eine stabilisierende Wirkung auf das Gesamtvolumen der Fremdfinanzierung im Euroraum hatten. Die vergleichsweise volatile Entwicklung der Anleihefinanzierung lässt sich zum Teil mit der im Betrachtungszeitraum erfolgten Expansion des Marktes für Unternehmensanleihen im Euroraum erklären. Dieser Markt ist für das Finanzsystem zwar unter „normalen“ Umständen vorteilhaft, doch kann er bislang wohl nicht als „Notanker“ in Zeiten schwachen Wirtschaftswachstums und schlechter Finanzierungsbedingungen dienen.

Insgesamt betrachtet spielen die MFIs, die die größte indirekte Finanzierungsquelle für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften darstellen, nach wie vor eine entscheidende Rolle im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets. So stellte die Kreditvergabe durch die MFIs für viele Unternehmen offenbar eine wichtige Rückgriffsmöglichkeit dar und war somit im Zeitraum von 1997 bis 2002 der stabilisierende Faktor für die Unternehmensfinanzierung. Ferner leistete die Verfügbarkeit von MFI-Krediten einen wesentlichen Beitrag zur Entwicklung des Marktes für Unternehmensanleihen, da Kapitalgesellschaften, die zu einem späteren Zeitpunkt Anleihen begaben, die bis dahin benötigten „Überbrückungskredite“ in Anspruch nehmen konnten. Die Wertpapiermärkte gewinnen zwar zunehmend an Bedeutung, dürften sich allerdings nicht ohne die Beteiligung von Finanzintermediären entwickeln, die sozusagen als „Versicherer“ der Märkte fungieren. Hinzu kommt, dass mittelständische Unternehmen, die die Wirtschaft des Euroraums dominieren, nach wie vor stark von der indirekten Finanzierung abhängig sind, während sich große Kapitalgesellschaften zunehmend über die Kapitalmärkte finanzieren dürften. Somit deutet zwar einiges darauf hin, dass die Finanzierung über Unternehmensanleihen an Bedeutung gewonnen hat, doch ist die indirekte Finanzierung immer noch der stabilisierende Faktor und stellt somit für die meisten Unternehmen des Euroraums eine wichtige Option dar, auf die sie im Bedarfsfall zurückgreifen können.

Entwicklung der Zinsen im Kundengeschäft der Banken im August uneinheitlich

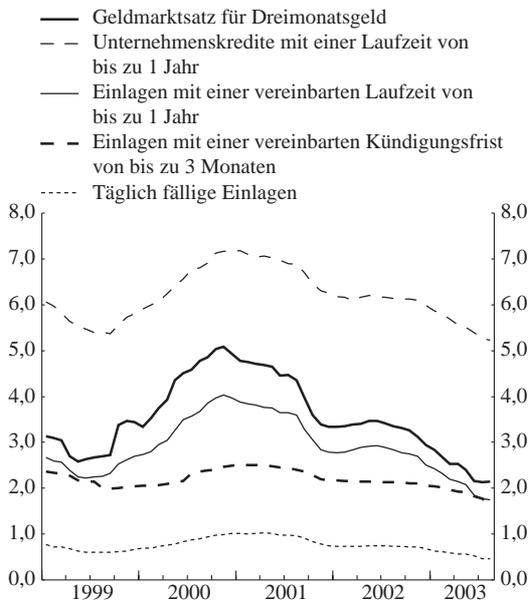
Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken waren im August 2003 weiterhin rückläufig und erreichten ihren niedrigsten Stand seit Januar 1990, als diese Daten zum ersten Mal gemeldet wurden. Der im August 2003 beobachtete Rückgang der Kurzfristzinsen gegenüber dem Vormonat reichte von lediglich einem Basispunkt bei den Zinsen für täglich fällige Einlagen bis zu 16 Basispunkten bei den Zinsen für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Im Zeitraum von Juni 2002, als die meisten Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken einen Höchststand erreicht hatten, bis August 2003 waren Rückgänge von rund 30 Basispunkten (täglich fällige Einlagen) bis zu rund 120 Basispunkten (Termineinlagen

mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr) zu verzeichnen. Im Vergleich dazu ging der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld im gleichen Zeitraum um rund 130 Basispunkte zurück (siehe Abbildung 5).

Aufgrund des Anstiegs der langfristigen Anleiherenditen, der Mitte Juni eingesetzt hatte, erhöhten sich im August alle langfristigen Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken gegenüber dem Vormonat. Die Zinssätze für Wohnungsbau- und Konsumentenkredite an private Haushalte erhöhten sich im August um 5 bzw. um 6 Basispunkte gegenüber dem Vormonat, während die Zinsen für langfristige Unternehmenskredite um 14 Basispunkte stiegen. Insgesamt gesehen verringerte sich im August jedoch der Abstand zwischen den langfristigen Kreditzinsen und den vergleichbaren Kapitalmarktsätzen. Dies deckt sich mit dem Rückgang der Renditeabstände von

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben, die teilweise geschätzt sind, und Reuters.
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

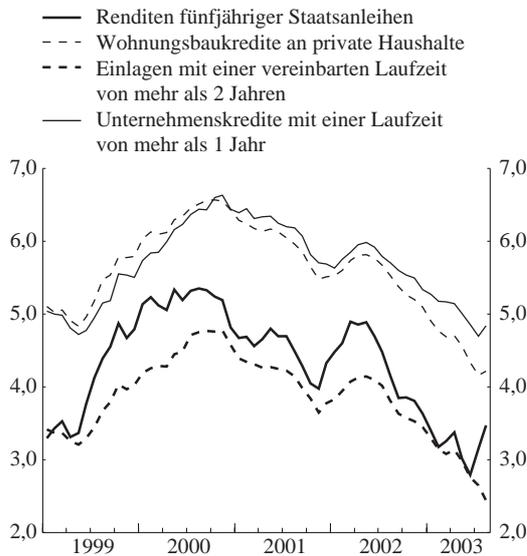
Unternehmensanleihen, der im bisherigen Jahresverlauf 2003 zu beobachten war und wohl teilweise mit dem Eindruck eines abnehmenden Kreditrisikos zusammenhing. Was die Zinsen für langfristige Einlagen angeht, so schlug sich der jüngste Anstieg der langfristigen Anleiherenditen nicht in einer entsprechenden Anpassung der Einlagenzinsen nieder; diese sanken von Juli bis August um 21 Basispunkte (siehe Abbildung 6).

Im September leichter Rückgang der Geldmarktzinsen bei den längeren Laufzeiten

Nachdem die Geldmarktzinsen bei Laufzeiten von mehr als drei Monaten im August gestiegen waren, gingen sie im September leicht zurück. Dagegen sind die kürzerfristigen Geldmarktsätze seit Anfang Juni weitgehend unverändert geblieben. Im Ergebnis flachte sich die positive Steigung der Zinsstruktur-

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben, die teilweise geschätzt sind, und Reuters.
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

kurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) im September fast vollständig ab.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz bewegte sich zwischen Ende August und dem 1. Oktober meist zwischen 2,06 % und 2,09 %. Der zweiwöchige EONIA-Swapsatz schwankte im gleichen Zeitraum zwischen 2,05 % und 2,09 %. Bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 7 bzw. 8 Basispunkte über dem vom EZB-Rat für diese Geschäfte festgelegten Mindestbietungssatz.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR fielen zwischen Ende August und dem 1. Oktober um jeweils 3 Basispunkte auf 2,10 % bzw. 2,12 % am letztgenannten Datum (siehe Abbildung 7). Bei dem am 25. September abgewickelten längerfristigen Refinan-

Kasten 3

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. September 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

In der betrachteten Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) ab.

Offenmarktgeschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz	Festzins-satz
HRG	27.08.2003	10.09.2003	121,93	75,00	1,63	297	2,00	2,08	2,08	-
HRG	03.09.2003	17.09.2003	185,56	140,00	1,33	316	2,00	2,07	2,08	-
HRG	10.09.2003	24.09.2003	125,76	68,00	1,85	288	2,00	2,07	2,08	-
HRG	17.09.2003	01.10.2003	177,86	150,00	1,19	331	2,00	2,07	2,08	-
LRG	28.08.2003	27.11.2003	35,94	15,00	2,40	143	-	2,12	2,13	-

Quelle: EZB.

Die Zuteilungsvolumen des zweiten und des vierten HRG waren relativ groß. Da die Bietungsvolumen nicht in gleichem Maße stiegen, war das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen bei diesen beiden Geschäften entsprechend niedriger. Die gewichteten Durchschnittssätze der HRGs lagen während der gesamten Mindestreserve-Erfüllungsperiode bei 2,08 %.

Der EONIA fiel allmählich von 2,10 % zu Beginn der Erfüllungsperiode auf 2,08 % am 16. September, als das letzte HRG zugeteilt wurde. Lediglich am letzten Handelstag des Kalendermonats war der übliche Anstieg zu

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. August bis 23. September 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	259,1	0,6	+ 258,5
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	214,0	-	+ 214,0
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,1	0,6	- 0,5
Sonstige Geschäfte	-	-	-
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren ¹⁾	319,5	446,1	- 126,6
Banknotenumlauf	-	391,7	- 391,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	54,4	- 54,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	315,0	-	+ 315,0
Sonstige Faktoren (netto)	4,4	-	+ 4,4
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			132,0
(d) Mindestreserve-Soll			131,3

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 119,7 Mrd € und 127,5 Mrd €. Die veröffentlichte Schätzung wich im Zeitraum vom 25. August bis zum 2. September am stärksten von den Ist-Zahlen ab (um 1,5 Mrd €).

beobachten. Der Rückgang des EONIA spiegelte die als Folge der HRG-Zuteilungsvolumina herrschenden komfortablen Liquiditätsbedingungen der gesamten Erfüllungsperiode wider. Am 23. September, dem letzten Tag der Erfüllungsperiode, ging der EONIA stärker zurück und erreichte einen Stand von 1,34 %. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer entspannten Liquiditätslage und einer Nettoinanspruchnahme der Einlagefazilität am letzten Tag in Höhe von 7,2 Mrd €.

Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,64 Mrd €.

zierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 2,10 % bzw. 2,12 % und damit 4 bzw. 2 Basispunkte unter dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR und 2 bzw. 1 Basispunkt unter den entsprechenden Sätzen des am 28. August abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (siehe Kasten 3).

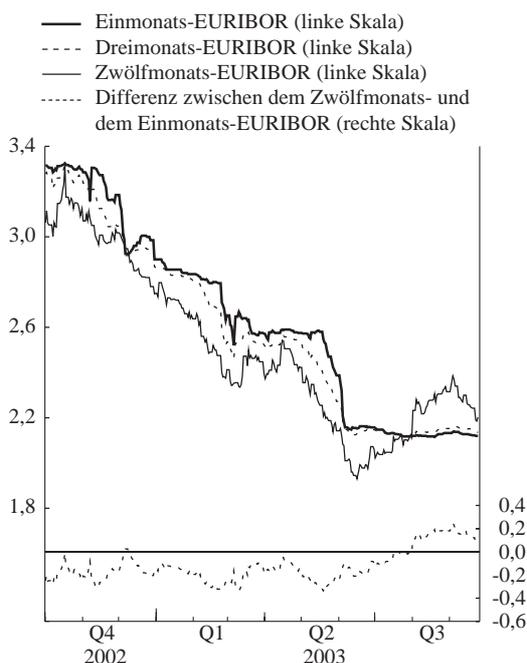
Während die Zinssätze am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zwischen August und September nahezu unverändert blieben, gaben die Zinssätze am längeren Ende

leicht nach. Zwischen Ende August und dem 1. Oktober gingen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 11 bzw. 20 Basispunkte auf zuletzt 2,09 % bzw. 2,12 % zurück. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen an der Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR), die Ende August 19 Basispunkte betragen hatte, wies folglich am 1. Oktober mit nur noch 2 Basispunkten einen flacheren Verlauf auf.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit zum Jahresende 2003 und in der ersten Jahreshälfte 2004 zum Ausdruck kommen, verringerten sich im September ebenfalls. Die Zinssätze, die aus den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2003 sowie März und Juni 2004 abgeleitet werden, fielen im Berichtszeitraum um 15, 30 bzw. 44 Basispunkte und lagen am 1. Oktober bei 2,04 %, 2,02 % bzw. 2,11 %.

Abbildung 7 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

(in % p.a.; Prozentpunkte; Tageswerte)



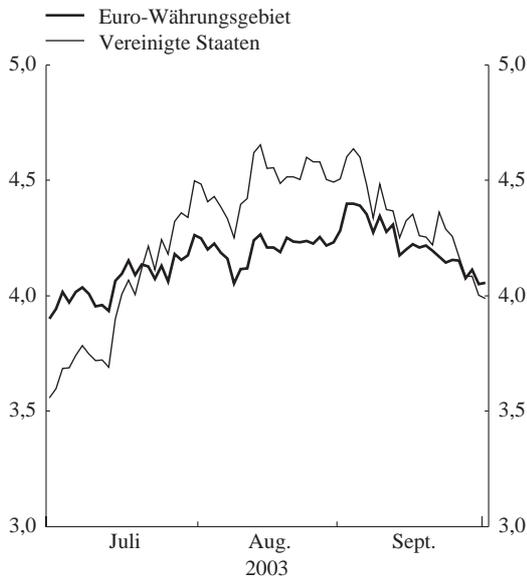
Quelle: Reuters.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im September rückläufig

Der seit Mitte Juni an den wichtigen Anleihemärkten zu verzeichnende Aufwärtstrend bei den langfristigen Staatsanleiherenditen kehrte sich im September um. In den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet sanken die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende August und dem 1. Oktober um 50 bzw. 20 Basispunkte auf zuletzt 4,0 % bzw. 4,1 % (siehe Abbildung 8). Infolgedessen kehrte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euroraum ins Negative und lag am 1. Oktober bei -10 Basispunkten.

Abbildung 8
Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Laufzeit.

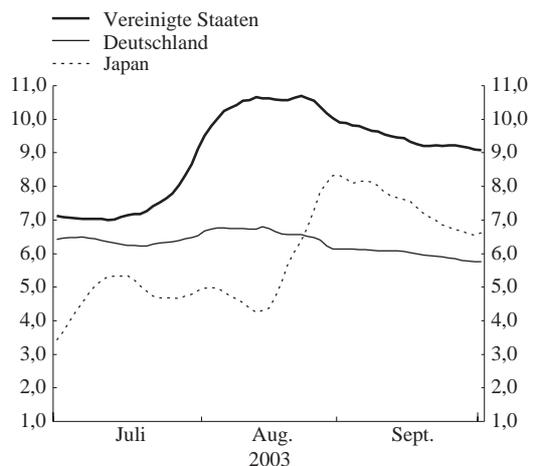
Der Renditerückgang bei den langfristigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten dürfte in erster Linie darauf zurückzuführen sein, dass die Marktteilnehmer ihre Wachstums- und Inflationserwartungen leicht nach unten korrigiert haben. Die etwas ungünstigeren Wachstumsaussichten kamen in einem Rückgang der realen Rendite indexgebundener Anleihen im Zehnjahresbereich um 45 Basispunkte zwischen Ende August und dem 1. Oktober zum Ausdruck. Die Abwärtskorrekturen folgten auf die Veröffentlichung von weniger optimistischen Daten zur Beschäftigung und zum Verbrauchervertrauen im Laufe des Monats. Darüber hinaus schienen die Marktteilnehmer gleichzeitig ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Inflationentwicklung nach unten revidiert zu haben. Dies war an einem Rückgang der zehnjährigen (aus dem Renditeabstand zwischen zehnjährigen nominalen und indexgebundenen US-Staatsanleihen errechneten) Breakeven-Inflationsrate abzulesen, die sich zwischen Ende August und dem 1. Oktober um 15 Basispunkte verringerte.

Infolge der Veröffentlichung von uneinheitlichen gesamtwirtschaftlichen Daten herrschte unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen am US-Markt weiterhin relativ große Unsicherheit. Der gleitende Zehntagesdurchschnitt der von Terminkontrakten auf zehnjährige US-Staatsanleihen abgeleiteten impliziten Volatilität belief sich am 1. Oktober auf 9,1 %. Damit lag dieser Wert rund 1,5 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre (siehe Abbildung 9).

In Japan kehrte sich der in den letzten Monaten beobachtete trendmäßige Renditeanstieg bei den langfristigen Staatsanleihen im September um. Der Rückgang dürfte durch die Besorgnis der Marktteilnehmer über eine mögliche Aufwertung des Yen und die Einschätzung, dass diese sich negativ auf die Exportnachfrage auswirken könnte, ausgelöst worden sein. Zwischen Ende August und dem 1. Oktober sanken die Renditen zehnjähriger

Abbildung 9
Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen, zehnjährige US-Schatzanleihen und zehnjährige japanische Staatsanleihen

(in % p.a.; gleitender Zehntagesdurchschnitt der Tageswerte)

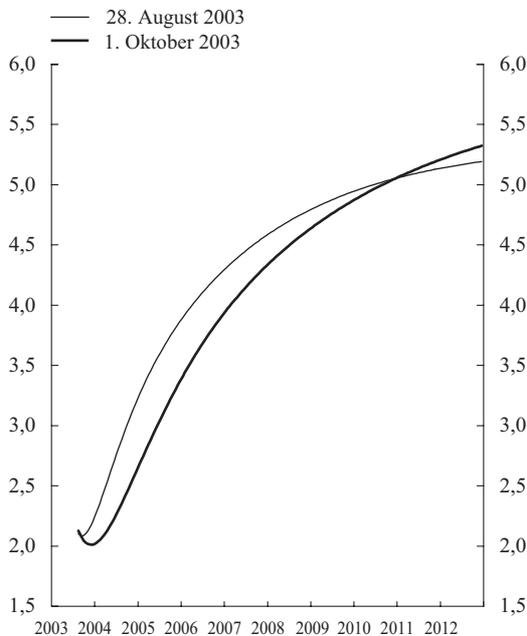


Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die implizite Volatilität leitet sich aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt ab, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf ersetzt wird. Das bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in der Wahl des Kontrakts, der zur Bestimmung der impliziten Volatilität verwendet wird, stattfindet, und zwar von dem der Fälligkeit nächstgelegenen Kontrakt zum darauf folgenden Kontrakt.

Abbildung 10
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld
im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

Anmerkung: Die implizite Terminzinsstrukturkurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstrukturkurve ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven ist im Monatsbericht vom Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten sind von Swapkontrakten abgeleitet.

Staatsanleihen um rund 5 Basispunkte auf zuletzt 1,4 %. Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern blieb hoch, wie das Niveau der impliziten Volatilität am Anleihemarkt zeigt. Am 1. Oktober belief sich der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Volatilität am Anleihemarkt auf etwa 6,6 %. In den beiden letzten Jahren hatte dieser Indikator für die Unsicherheit am Anleihemarkt durchschnittlich 3,1 % betragen.

Im Euroraum gaben die Staatsanleiherenditen im September über das gesamte Laufzeitpektrum hinweg nach. Der stärkste Rückgang war bei den kürzeren Laufzeiten zu verbuchen, was sich in einem steileren Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld niederschlug (siehe Abbildung 10). Das Sinken der Anleiherenditen im Euroraum spiegelte bis zu einem gewissen Grad vom

US-Anleihemarkt ausgehende Spillover-Effekte wider.

Der Rückgang der Realrenditen zehnjähriger indexierter (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) Anleihen um 25 Basispunkte zwischen Ende August und dem 1. Oktober deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer ihre Wachstumserwartungen für den Euroraum leicht nach unten korrigiert haben. Gleichzeitig scheinen sich die langfristigen Inflationserwartungen der Anleger im Euro-Währungsgebiet kaum verändert zu haben. Dies spiegelt sich in der allgemeinen Stabilität der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate wider, die am 1. Oktober 1,9 % betrug.

Die Unsicherheit an den Anleihemärkten im Euroraum, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf zehnjährige deutsche Bundesanleihen, nahm von Ende August bis zum 1. Oktober um 1 Prozentpunkt ab. Am letztgenannten Datum betrug der gleitende Zehntagesdurchschnitt der impliziten Anleihevolatilität 5,7 % und lag damit immer noch 1 Prozentpunkt über dem Durchschnitt der vergangenen beiden Jahre.

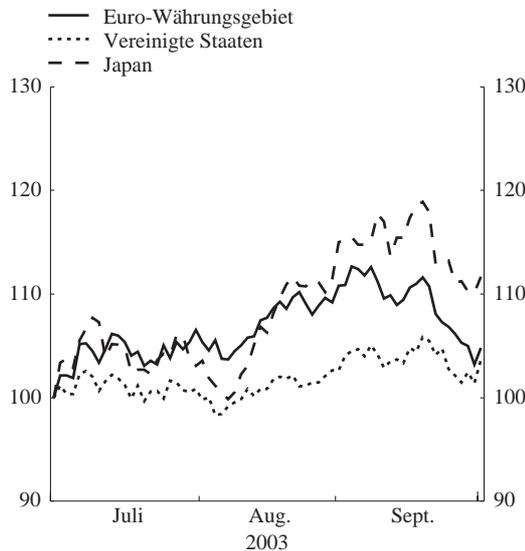
Im September Rückgang der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet

Nach den deutlichen Kursgewinnen der letzten Monate gingen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, zwischen Ende August und dem 1. Oktober um 4 % zurück (siehe Abbildung 11). In den Vereinigten Staaten dagegen legten die Aktienkurse (gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index) um 1 % zu, während der Nikkei 225 in Japan im gleichen Zeitraum weitgehend unverändert blieb.

In den Vereinigten Staaten setzte sich die seit Ende August zu beobachtende Stabilisierung der Aktienkurse fort. Einerseits fielen eine Reihe von wichtigen Datenveröffentlichungen in den Vereinigten Staaten schlechter als im

Abbildung 1
Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Index: 1. Juli 2003 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-(Aktienkurs-)Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

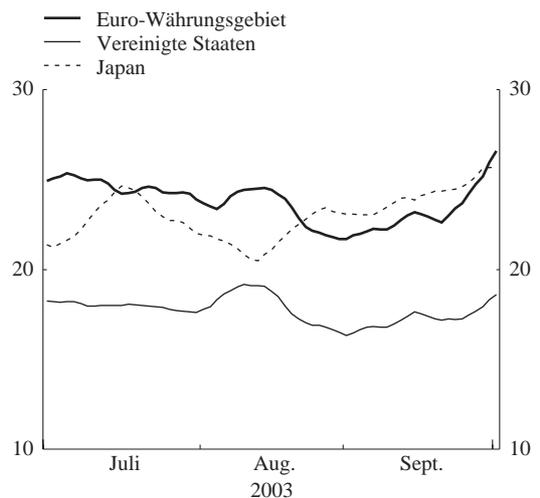
Durchschnitt von den Marktteilnehmern erwartet aus, was deren Einschätzung hinsichtlich der Robustheit des Wirtschaftsaufschwungs in den USA beeinflussen könnte. Steigende Energiepreise zum Monatsende aufgrund des OPEC-Beschlusses vom 25. September 2003, die Ölförderung zu drosseln, wirkten sich ebenfalls negativ auf die Aktienkurse aus. Andererseits dürften günstige Gewinnankündigungen von im Standard-& Poor's-500-Index gelisteten Unternehmen einen positiven Einfluss auf den Aktienmarkt gehabt haben.

Die Unsicherheit an den Aktienmärkten, gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität, erhöhte sich zwischen Ende August und dem 1. Oktober um rund 2 Prozentpunkte auf zuletzt 19 % (siehe Abbildung 12). Im Vergleich zu den Werten, die während der vergangenen zwei Jahre verzeichnet wurden, war die implizite Aktienkursvolatilität jedoch noch immer relativ gering.

In Japan stabilisierten sich die Aktienkurse nach den raschen Kursgewinnen der vorangegangenen Monate im September wieder. Der Optimismus hinsichtlich der Konjunkturaussichten in Japan und die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten, die insgesamt besser als von den Marktteilnehmern erwartet ausfielen, trugen zur Stützung der Aktienkurse bei. Der sprunghafte Anstieg des Yen gegenüber dem US-Dollar, der auf die Forderung der Finanzminister der G-7-Länder nach flexibleren Wechselkursen anlässlich ihrer Sitzung am 21. September folgte, zog allerdings Kursverluste nach sich, da die Marktteilnehmer befürchteten, dass japanische Exporteure durch eine stärkere Inlandswährung gewisse Einbußen erleiden würden. Die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität – stieg zwischen Ende August und dem 1. Oktober um rund 3 Prozentpunkte auf zuletzt 26 % und

Abbildung 12
Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(in % p.a.; gleitender Zehntagesdurchschnitt der Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Preisen von Optionen auf Aktienindizes zum Ausdruck kommt. Die impliziten Volatilitäten beziehen sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow Jones Euro STOXX 50 für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

lag damit noch immer unter dem Durchschnittsniveau der vergangenen zwei Jahre.

Im Euro-Währungsgebiet gaben die Aktienkurse im Berichtszeitraum nach. Eine Reihe veröffentlichter Wirtschaftsdaten und die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar dürften sich negativ auf die Gewinnerwartungen der Marktteilnehmer und folglich auf die Aktienkurse ausgewirkt haben. Die zunehmende Unsicherheit am Markt über die

künftige Entwicklung der Aktienkurse, die sich daran ablesen lässt, dass der gleitende Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Dow Jones Euro STOXX 50 abgeleiteten impliziten Volatilität im gleichen Zeitraum um 5 Prozentpunkte anstieg, könnte weiteren Abwärtsdruck auf die Aktienkurse ausgeübt haben. Die implizite Volatilität lag jedoch mit 27 % am 1. Oktober weiterhin deutlich unter ihrem Zweijahresdurchschnitt.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation Schätzungen zufolge im September 2003 unverändert bei 2,1 %

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge betrug die Teuerung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im September des laufenden Jahres 2,1 % und blieb damit gegenüber August unverändert (siehe Tabelle 2). Allerdings ist diese Schätzung wie üblich mit einer gewissen Unsicherheit behaftet. Zwar liegt für September noch keine detaillierte Aufschlüsselung des HVPI vor, doch dürfte die Entwicklung der HVPI-Inflation in diesem Monat zum einen davon beeinflusst worden sein, dass die Energiepreise infolge der jüngsten Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar – trotz der Volatilität der Ölpreise im Monatsverlauf – langsamer gestiegen sind. Zum anderen gibt es bei den

Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel infolge des heißen und trockenen Sommerwetters in Europa Anzeichen für einen gewissen Aufwärtsdruck, der aber – zumindest bisher – keine signifikante Größenordnung erreicht hat.

Die Teuerung gemessen am HVPI erhöhte sich von 1,9 % im Juli auf 2,1 % im August 2003. Dies war auf den Anstieg der Jahreswachstumsraten der volatileren Teilkomponenten zurückzuführen, aber auch auf das Anziehen der jährlichen Wachstumsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie auf 1,9 % im August gegenüber 1,8 % im Vormonat.

Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel stieg von 2,7 %

Tabelle 2
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2000	2001	2002	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 April	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	2,1	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,1	1,8	1,9	1,9	2,1	2,1
<i>darunter:</i>													
Waren	2,5	2,3	1,7	1,3	1,8	2,0	1,5	1,5	1,4	1,6	1,6	1,7	.
Nahrungsmittel	1,4	4,5	3,1	2,3	2,2	1,9	2,5	2,3	2,4	2,9	3,0	3,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,2	2,9	3,1	2,9	2,6	3,1	3,3	3,3	3,3	3,2	3,2	3,0	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	7,0	3,1	1,3	1,6	0,1	1,5	0,9	1,1	2,5	2,7	3,3	.
Industrieerzeugnisse	3,0	1,2	1,0	0,8	1,6	2,0	1,0	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,5	0,9	1,5	1,3	1,2	0,7	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	.
Energie	13,0	2,2	-0,6	-0,7	2,9	7,0	1,5	2,2	0,6	1,6	2,0	2,7	.
Dienstleistungen	1,5	2,5	3,1	3,3	3,1	2,7	2,6	2,9	2,5	2,5	2,3	2,5	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise	5,3	2,2	0,0	0,0	1,3	2,4	1,5	1,7	1,3	1,4	1,4	.	.
Lohnstückkosten	1,3	2,6	2,2	1,9	1,5	1,9	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität	1,3	0,2	0,4	0,6	1,0	0,8	0,3	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,8	2,6	2,6	2,5	2,7	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,8	3,4	3,5	3,2	3,5	2,7	2,9	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel)	31,0	27,8	26,5	27,2	26,5	28,4	22,7	22,9	21,9	23,3	25,0	26,5	23,9
Rohstoffpreise (€)	20,4	-8,1	-0,9	1,1	5,6	-3,2	-7,9	-6,2	-8,0	-9,6	-7,5	-5,2	-4,7

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Thomson Financial Datastream, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

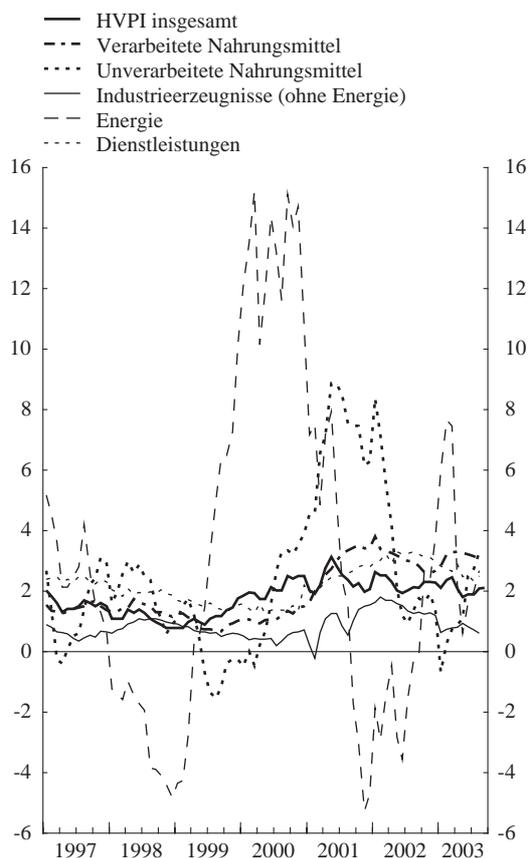
Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im September 2003 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

Abbildung 13

Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

im Juli auf 3,3 % im August (siehe Abbildung 13). Ursache dafür war der Anstieg der Jahreswachstumsraten der Preise für Gemüse und Obst und vor allem für Fleisch. Während die Preisindizes für Gemüse und Obst im August – wie schon in den letzten Jahren – gegenüber dem Vormonat zurückgingen, stiegen die jährlichen Teuerungsraten dieser Produkte von Juli bis August an, da der Preisrückgang von Juli auf August im laufenden Jahr geringer ausfiel als letztes Jahr. Dies ist möglicherweise auf die Auswirkungen der ungewöhnlichen Witterungsbedingungen zurückzuführen. Die Fleischpreise legten im zweiten Monat in Folge kräftig zu, wobei allerdings der Grund für diesen Anstieg –

nach einer Zeit relativ moderater Zuwächse – noch unklar ist.

Wie in den vorhergehenden zwei Monaten erhöhte sich die Jahresänderungsrate der Energiepreise im August weiter, und zwar auf 2,7 % im Vergleich zu 2,0 % im Juli. Dies ist vor allem auf den Anstieg der in Euro gerechneten Ölpreise im Juli und August zurückzuführen, der sowohl von der Erhöhung der in US-Dollar notierten Ölpreise als auch von der Abwertung des Euro in den Sommermonaten verursacht wurde.

Die Entwicklung dieser volatilen Komponenten dürfte auch der Grund für die laut der jüngsten Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission leicht gestiegene „gefühlte Inflation“ sein. Kasten 4 untersucht die Entwicklung dieses Indikators in den letzten Jahren, wobei der Schwerpunkt auf möglichen Erklärungen für dessen Anstieg im Jahr 2002 liegt.

Die Jahresänderungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie stieg im August an, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 1,9 %. Grund dafür war vor allem der beschleunigte Anstieg der Dienstleistungspreise, der nur teilweise durch den Rückgang der Jahreswachstumsraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse (ohne Energie) ausgeglichen wurde.

Die jährliche Änderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel betrug im August 3,0 % und lag damit 0,2 Prozentpunkte unter dem Wert des Vormonats. Die Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) stiegen im August 2003 im Vergleich zum Vorjahr um 0,6 % und damit um 0,1 Prozentpunkte weniger als im Juli 2003. Die Entwicklung dieser Preise in den letzten beiden Monaten hängt offenbar in erster Linie mit den Preisen für Bekleidung zusammen. In den letzten Jahren kehrte sich die im Juli zu beobachtende saisonbedingte Abwärtsbewegung der Bekleidungspreise infolge des Sommerschlussverkaufs im August wieder teilweise um, da in diesem Monat die Schlussverkäufe in den meisten Ländern des Euro-Währungs-

Kasten 4

Jüngste Entwicklungen der Inflationswahrnehmung im Euro-Währungsgebiet

Im Rahmen ihrer Verbrauchermfrage veröffentlicht die Europäische Kommission regelmäßig einen Indikator für die Inflationswahrnehmung der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet. Seit der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen ist die Entwicklung dieses Indikators auf reges Interesse gestoßen, denn die „gefühlte Inflation“ begann im Januar 2002 von der am HVPI gemessenen Inflation abzuweichen und erreichte im Januar 2003 einen historischen Höchststand. Obwohl die Inflation in der Wahrnehmung der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet im bisherigen Jahresverlauf leicht zurückgegangen ist, bleiben die Umfragewerte historisch gesehen hoch. In diesem Kasten werden einige Erklärungsmöglichkeiten für die jüngste Entwicklung dieses Indikators aufgezeigt.

Der Indikator der Europäischen Kommission für die gefühlte Inflation

In der Verbrauchermfrage der Europäischen Kommission werden monatlich rund 20 000 Verbraucher im Euro-Währungsgebiet unter anderem zu ihrer Inflationswahrnehmung befragt.¹ Die Umfrageergebnisse werden von der Europäischen Kommission zusammengefasst als Differenz (in Prozentpunkten) zwischen dem gewichteten Anteil der Befragten, die angeben, die Verbraucherpreise seien gestiegen, und dem gewichteten Anteil derjenigen, die angeben, sie seien gesunken oder ungefähr gleich geblieben. Daher liegt der Indikator in Form einer „Saldenstatistik“ vor und liefert qualitative Informationen über die Richtungsänderung der Inflationswahrnehmungen.²

Die gefühlte Inflation wird ermittelt, indem die Umfrageteilnehmer gebeten werden, die Entwicklung der Verbraucherpreise in den letzten zwölf Monaten zu beurteilen, wobei aber kein bestimmter Preisindex angegeben wird. Der HVPI enthält Angaben zu den Preisen von fast 100 verschiedenen Produktkategorien, die entsprechend gewichtet werden, um die Verbrauchsgewohnheiten im Verlauf der letzten Jahre zu erfassen. Zwar erscheint es logisch, dass der durchschnittliche Umfrageteilnehmer nicht die gleiche Menge an Informationen sammelt und verarbeitet wie die statistischen Ämter, doch in der Vergangenheit bestand ein enger und relativ direkter Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Inflationswahrnehmungen der Verbraucher und der Entwicklung des HVPI insgesamt im Euro-Währungsgebiet. Diese enge Relation endete im Jahr 2002, als die Euro-Banknoten und -Münzen eingeführt wurden (siehe Abbildung).

Mögliche Erklärungsfaktoren für die Entwicklung der Inflationswahrnehmung seit 2002

Der HVPI umfasst die Preise für Konsumgüter, die fast täglich eingekauft werden (z. B. Brot, Kaffee in einer Bar oder in einem Restaurant), weniger häufige Ausgaben (z. B. für einen Pkw) sowie Ausgaben, die normalerweise über regelmäßige Banküberweisungen getätigt werden (z. B. für Mieten und Versicherungen). Man könnte argumentieren, dass die Inflationswahrnehmungen der Verbraucher hauptsächlich an den Preisen der ersten Produktkategorie festgemacht werden, d. h. auf der Grundlage der „Barausgaben“ bzw. „Out-of-Pocket-Käufe“. Die dabei ausgegebenen Beträge sind tendenziell relativ gering; auf der Grundlage ihres tatsächlichen Gewichts im HVPI machen die täglichen „Barausgaben“ rund 35 % bis 40 % des alle Komponenten umfassenden HVPI für das Euro-Währungsgebiet aus.³ In der Abbildung ist die Entwicklung eines solchen Index zusammen mit der Entwicklung des HVPI insgesamt und den Inflationswahrnehmungen der Verbraucher abgebildet.

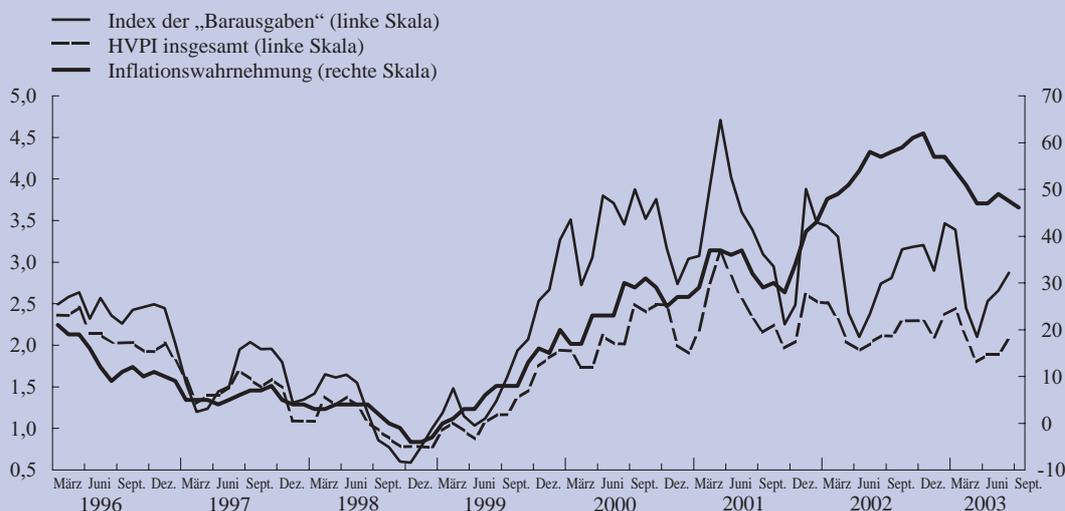
1 Die Umfrage besteht insgesamt aus 15 Fragen. Die Frage zur Inflationswahrnehmung und die sechs Antwortmöglichkeiten lauten wie folgt: „Wie haben sich die Verbraucherpreise in den letzten zwölf Monaten Ihrer Meinung nach entwickelt? 1. Sie sind stark gestiegen. 2. Sie sind mäßig gestiegen. 3. Sie sind leicht gestiegen. 4. Sie sind ungefähr gleich geblieben. 5. Sie sind zurückgegangen. 6. Ich weiß nicht.“ Die Frage und die Antwortmöglichkeiten wurden in dieser Form im Mai 2003 eingeführt. Zuvor bezogen sich die Fragen der Europäischen Kommission nicht auf die Verbraucherpreise, sondern auf die Lebenshaltungskosten.

2 Die Saldenstatistik wird berechnet als $(S_1 + \frac{1}{2} S_2) - (\frac{1}{2} S_4 + S_5)$, wobei S_i (mit $i = 1, 2, 3, 4$ und 5) den Anteil der Verbraucher darstellt, die sich jeweils für eine der fünf Antwortkategorien entscheiden.

3 Die Definition der „Barausgaben“ bzw. „Out-of-Pocket-Käufe“ umfasst Verbrauchsgüter und tägliche Dienstleistungen für die Verbraucher wie Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, kurzlebige Haushaltswaren, Verkehrsleistungen, Brennstoffe, Postdienste, Hotels, Restaurants, Cafés und Friseurdienstleistungen.

Vergleich von Inflationswahrnehmung (Saldenstatistik aus der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission), HVPI insgesamt und Index der „Barausgaben“

(Saldo in %; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Jahressteigerungsrate des Index der täglichen „Barausgaben“ korreliert im gesamten Beobachtungszeitraum nicht viel stärker mit den Wahrnehmungen als die Teuerung nach dem HVPI insgesamt.⁴ Der Anstieg der gefühlten Inflation zu Beginn des Jahres 2002 könnte teilweise mit dem sich an den „Barausgaben“ orientierenden Inflationsmaßstab erklärt werden, der zwischen Dezember 2001 und Januar 2002 um immerhin 1,5 Prozentpunkte gestiegen ist, und zwar von 2,5 % auf 4,0 %. Allerdings geht aus der Abbildung hervor, dass der kräftige Anstieg des Index der „Barausgaben“ keinen historischen Präzedenzfall darstellt. Dies ist höchstwahrscheinlich auf das relativ hohe Gewicht der volatilen Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Brennstoffe im Index zurückzuführen. Es gibt noch einige weitere Faktoren, die den Anstieg der gefühlten Inflation im Gesamtjahr 2002 erklären können. Erstens könnte die näherungsweise Umrechnung der nationalen Währungen in Euro in einigen Ländern dazu geführt haben, dass die Verbraucher die Preissteigerungen für stärker hielten, als sie tatsächlich waren.⁵ Zweitens könnten die ausführliche Medienberichterstattung über die Preisentwicklungen im Zusammenhang mit der Euro-Bargeldeinführung und die erheblichen Preisanstiege für einige Produkte, über die Eurostat und die nationalen Statistikämter seit Januar 2002 berichteten, die Verbraucher veranlasst haben, auf beobachtete Preiserhöhungen stärker zu reagieren (oder sogar überzureagieren). Die Inflationswahrnehmung der Verbraucher könnte auch durch die Entwicklung der Preise für einige Produkte beeinflusst worden sein, die nicht im HVPI enthalten sind, über die aber in den Medien und in der Gesellschaft ausführlich berichtet wird, wie beispielsweise Preise für Wohnimmobilien. Die jüngste Abnahme der gefühlten Inflation im Jahr 2003, die vor dem Hintergrund einer zunehmenden Jahressteigerungsrate des Index der täglichen „Barausgaben“ stattfand, deutet ebenfalls darauf hin, dass weitere Faktoren die Inflationswahrnehmungen beeinflusst haben.

Obleich auch kulturelle und länderspezifische Faktoren eine Rolle gespielt haben dürften, wies die Entwicklung der Inflationswahrnehmung in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets einen ähnlichen

4 Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern können hier eine erhebliche Rolle spielen. So scheint in Spanien ein recht ähnlicher, vom Banco de España erstellter Index (einschließlich Nahrungsmitteln, Energie, öffentlicher Personennahverkehr, Zeitungen und Zeitschriften, Bars, Cafés und Restaurants und kulturelle und sportliche Freizeidienstleistungen) im gesamten Jahresverlauf 2002 bemerkenswert gut mit der Entwicklung der spanischen Inflationserwartungen übereinzustimmen (siehe Banco de España, Annual Report 2002, Recuadro IV.4).

5 Länder wie Deutschland, Spanien und die Niederlande scheinen für diese Effekte anfälliger gewesen zu sein als andere Länder. Siehe „La conversione approssimata dei prezzi in euro nelle valute nazionali e l’inflazione percepita dai consumatori“, veröffentlicht in „Rapporto trimestrale ISAE“, Januar 2003, S. 118–120.

Verlauf auf. Es scheint tatsächlich in jedem Land seit Januar 2002 einen engen zeitlichen Zusammenhang zwischen den Höhepunkten der Inflationswahrnehmung und der tatsächlichen Inflation zu geben. Betrachtet man den Zeitraum nach der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen, so gingen den Höhepunkten der gefühlten Inflation im Allgemeinen Hochstände der tatsächlichen Inflationsraten voraus. Anscheinend trat in Ländern, in denen die tatsächliche Inflation relativ früh einen Höchststand erreichte, der Höchststand der gefühlten Inflation ebenfalls früher auf als in anderen Ländern.

Der allmähliche Rückgang der gefühlten Inflation, der in der ersten Hälfte des laufenden Jahres zu beobachten war, flachte sich in den Sommermonaten ab, möglicherweise infolge der Aufwärtsbewegung bei den Preisen für häufiger gekaufte Produkte, insbesondere unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie. Dennoch dürfte die gefühlte Inflation ihren Abwärtstrend fortsetzen und sich stärker im Einklang mit der Inflation nach dem HVPI befinden, sobald sich der Anstieg des Index der täglichen „Barausgaben“ verlangsamt und die oben genannten temporären Effekte, die sich aus der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen ergaben, verschwunden sind.

gebieten enden. Im laufenden Jahr blieben die Bekleidungspreise jedoch im Wesentlichen unverändert. Dagegen stieg die Teuerungsrate bei den Dienstleistungen im August um 0,2 Prozentpunkte auf 2,5 %. Dazu trug vor allem die Erhöhung der Jahresänderungsrate der Preise für Pauschalreisen bei, die im Juli anders als sonst üblich gefallen waren. Diese jüngsten Entwicklungen sind möglicherweise auf eine zeitliche Verlagerung des Sommerurlaubs in einigen Ländern zurückzuführen.

Preisdruck auf Erzeugerebene im Juli weiterhin gering

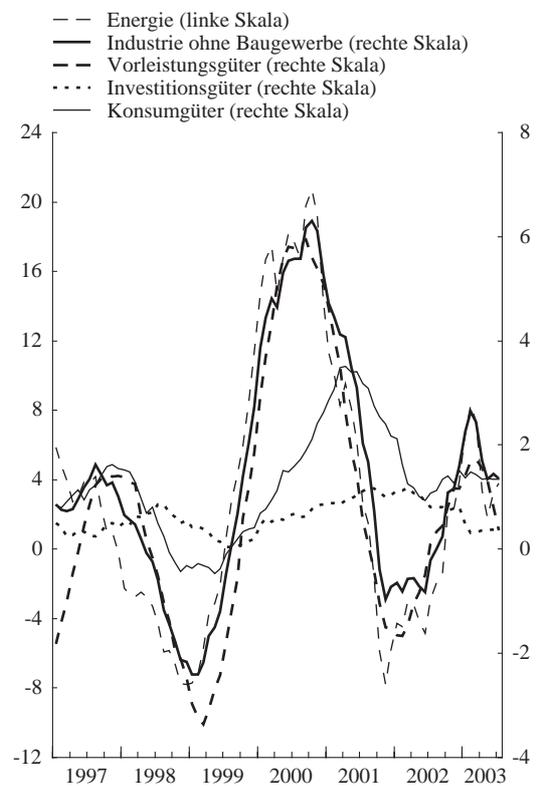
Wie bereits in der letzten Ausgabe des Monatsberichts dargelegt, blieb der Preisdruck auf der Erzeugerebene gering, und die Änderungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euroraum blieb im Juli gegenüber dem Vorjahr unverändert bei 1,4 %.

Hinter der Änderungsrate der Erzeugerpreise insgesamt verbargen sich allerdings unterschiedliche Entwicklungen bei den einzelnen Komponenten (siehe Abbildung 14). Die Jahresänderungsrate der Energiepreise stieg im Juli auf 3,6 %, was auf Erhöhungen der in Euro notierten Ölpreise in diesem Monat zurückzuführen ist, während die jährliche Steigerungsrate der Preise für Vorleistungsgüter um 0,4 Prozentpunkte auf 0,4 % zurückging. Bei den Investitionsgütern betrug diese Rate 0,3 % und war damit um 0,1 Pro-

zentpunkte gesunken. Die Änderungsrate der Konsumgüterpreise gegenüber dem Vorjahr blieb im dritten Monat in Folge unverändert bei 1,3 %.

Abbildung 14 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

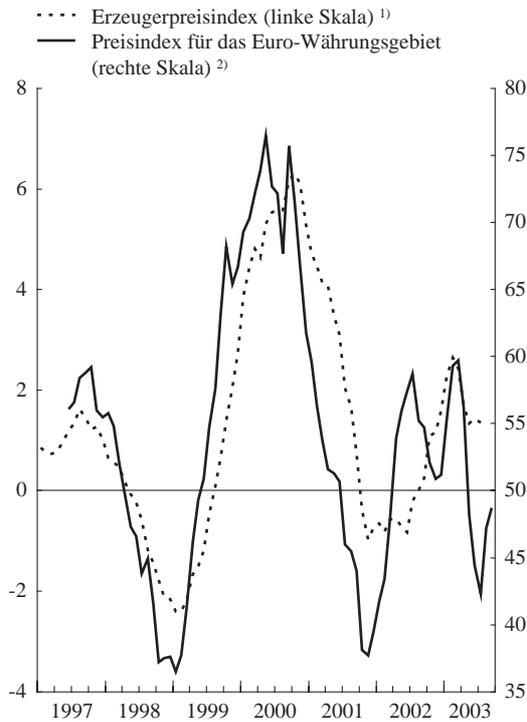
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

Abbildung 15
Erzeugerpreise insgesamt und
Vorleistungspreise im verarbeitenden
Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet
 (Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.
- 2) Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang. In den Angaben zum Preisindex für das Euro-Währungsgebiet für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

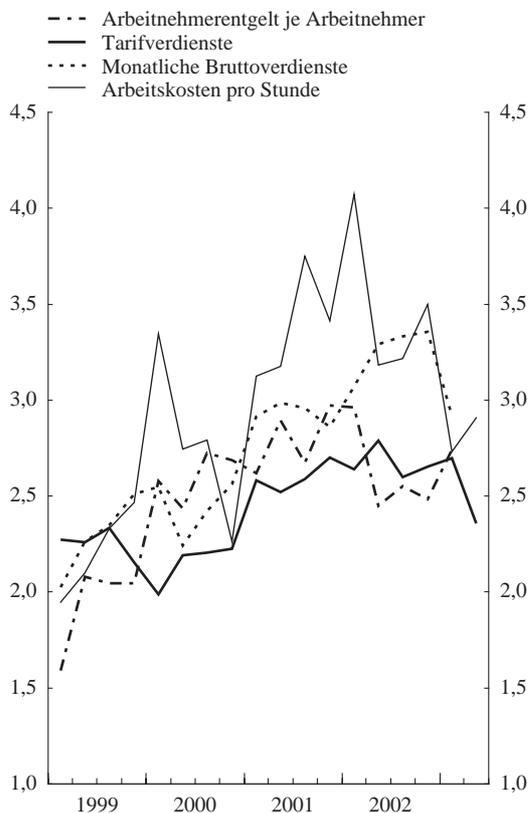
Der aus den Ergebnissen der Einkaufsmanager-Umfrage gewonnene Index der Vorleistungsgüterpreise im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich von 46,9 Indexpunkten im August auf 48,7 Punkte im September 2003 und verzeichnete damit seinen zweiten Anstieg in Folge, nachdem er vier Monate lang zurückgegangen war (siehe Abbildung 15). Allerdings blieb er unterhalb des Schwellenwerts von 50. Dies deutet darauf hin, dass die Vorleistungsgüterpreise im verarbeitenden Gewerbe in den letzten Monaten weiter – wenn auch langsamer – zurückgegangen sind, was sich auch in den Erzeugerpreisen insgesamt niederschlagen dürfte. Der schwächere Rückgang der durchschnittlichen Vorleistungsgüterpreise dürfte auf insgesamt höhere Importpreise zu-

rückzuführen sein, die sich aus der Abwertung des Euro und dem Anstieg der in US-Dollar notierten Ölpreise in den Sommermonaten ergaben.

Etwas geringeres Lohnwachstum im
zweiten Quartal 2003

Aus dem Indikator für die Tarifverdienste geht hervor, dass die entsprechende Jahreswachstumsrate im zweiten Quartal 2003 auf 2,4 % gegenüber 2,7 % im ersten Quartal des Jahres zurückgegangen ist (siehe Abbildung 16). Allerdings war dies hauptsächlich auf temporäre Effekte in Deutschland zurückzuführen. Dabei handelte es sich um die einmalige Zahlung eines Pauschalbetrags zu Beginn des Jahres, die das Wachstum im ersten Quartal in die Höhe trieb, und erhebliche

Abbildung 16
Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren
für das Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Lohnsteigerungen im zweiten Quartal 2002, die dazu beitrugen, dass die Wachstumsrate im zweiten Quartal 2003 im Vorjahrsvergleich sank. Wenn man diese Faktoren berücksichtigt, war das Wachstum der Tariflöhne im Euro-Währungsgebiet in der ersten Hälfte des Jahres 2003 weitgehend stabil.

Daten aus den einzelnen Ländern legen nahe, dass die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, die im ersten Quartal 2,7 % betrug, im zweiten Quartal um 0,1 bis 0,2 Prozentpunkte zurückging. Dies spricht dafür, dass der Anstieg im ersten Quartal hauptsächlich auf temporäre Faktoren zurückzuführen war und nicht einen zunehmenden Lohndruck zu Beginn des Jahres 2003 anzeigt. Insgesamt bestätigen die jüngsten Angaben tendenziell die frühere Einschätzung, dass sich das Wachstum der Arbeitskosten im Laufe des Jahres 2002 einpendelte und seither weitgehend stabil blieb.

Im Gegensatz zu den sonstigen Arbeitskostenindikatoren nahmen die Arbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe im Euro-Währungsgebiet im zweiten Quartal 2003 gegenüber dem Vorjahr um 2,9 % zu; im ersten Quartal hatte die Rate noch 2,7 % betragen. Allerdings sollte diese leichte Aufwärtsbewegung angesichts der starken Volatilität dieses Indikators nicht überbewertet werden. Eine längerfristige Betrachtung der Entwicklung dieses Indikators zeigt, dass das durchschnittliche Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde in der ersten Hälfte des Jahres 2003 um rund 0,6 Prozentpunkte gegenüber den 2001 und 2002 verzeichneten durchschnittlichen Wachstumsraten zurückging. Dies deckt sich eher mit dem Gesamtbild etwas niedrigerer Lohnzuwächse, das von den sonstigen Arbeitskostenindikatoren gezeichnet wird (siehe Tabelle 2).

Nach einem starken Rückgang im Laufe des Jahres 2002 legte das Wachstum der Lohnstückkosten im ersten Quartal 2003 um 0,4 Prozentpunkte auf 1,9 % zu, was sowohl auf einen stärkeren Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer als auch auf die konjunkturell bedingte Abnahme des Wachstums der Arbeitsproduktivität zurückzuführen war. Der Anstieg der Lohnstückkosten im ersten Quartal bleibt im Vorjahrsvergleich deutlich unter der 2001 und 2002 verzeichneten durchschnittlichen Wachstumsrate.

Teuerung nach dem HVPI dürfte im weiteren Verlauf des Jahres 2003 um 2 % pendeln

Die Teuerung nach dem HVPI dürfte im weiteren Jahresverlauf um die 2 %-Marke pendeln. Wie bereits in der Septemberausgabe des Monatsberichts dargelegt, könnte sich kurzfristig eine gewisse Volatilität der HVPI-Inflation ergeben. Ursachen dafür können eine Reihe von Faktoren sein, wie beispielsweise weitere Preisanstiege im Zusammenhang mit den ungewöhnlichen Witterungsbedingungen in diesem Sommer, die kürzlich angekündigten Steuererhöhungen in einigen Ländern und die Volatilität der Ölpreise. Das Gesamtbild bleibt jedoch im Wesentlichen unverändert.

Blickt man in die nähere Zukunft, so dürften die Jahresteuersatzraten im Jahr 2004 unter die 2 %-Marke sinken und sich danach auf einem Niveau stabilisieren, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Diese Erwartung stützt sich auf die Annahme, dass die Lohnentwicklung auch vor dem Hintergrund einer allmählichen konjunkturellen Erholung gedämpft bleiben wird.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Stagnierendes Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte 2003

Laut der ersten Schätzung von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet ging das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im zweiten Quartal 2003 um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zurück. Ferner wurde die vierteljährliche Wachstumsrate des ersten Quartals um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert und beträgt nun 0,0 % (siehe Tabelle 3). Die Schätzung für das zweite Quartal liegt somit geringfügig unter der Mitte August veröffentlichten Vorausschätzung (die auf ein Nullwachstum im Vergleich zum Vorquartal hindeutete). Der Eindruck eines stagnierenden Wirtschaftswachstums in der ersten Jahreshälfte 2003 bleibt jedoch bestehen.

Hinter dem leicht rückläufigen Wachstum des realen BIP, das zwischen dem ersten und dem zweiten Vierteljahr zu verzeichnen war, verbergen sich gegenläufige Entwicklungen bei den Wachstumsbeiträgen der inländischen Nachfrage und des Außenhandels, die einander weitgehend ausgleichen. Der Beitrag der Inlandsnachfrage sank um 0,4 Prozentpunkte auf 0,1 %, während sich der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags um 0,3 Prozentpunkte erhöhte, mit -0,2 % aber negativ blieb.

Eine Aufschlüsselung der inländischen Nachfrage zeigt, dass sich der Beitrag der Vorratsveränderungen um 0,4 Prozentpunkte verringerte und nun bei null liegt. Dies stand mit der zuvor geäußerten Annahme im Einklang, dass der im ersten Vierteljahr ungewöhnlich

Tabelle 3

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung in %; saisonbereinigt)

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	2000	2001	2002	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt	3,5	1,6	0,8	0,9	0,9	1,1	0,8	0,2	0,5	0,2	0,1	0,0	-0,1
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	2,9	1,0	0,2	-0,1	0,4	0,8	1,3	1,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,1
Private Konsumausgaben	2,7	1,8	0,4	0,1	0,2	0,7	1,5	1,2	0,4	0,3	0,3	0,5	0,1
Konsumausgaben des Staats	2,0	2,3	2,8	3,2	3,1	2,1	1,8	1,7	0,8	0,5	0,2	0,3	0,7
Bruttoanlageinvestitionen	5,0	-0,2	-2,7	-3,4	-2,5	-1,8	-2,2	-1,2	-1,3	0,1	0,2	-1,2	-0,4
Vorratsveränderungen ³⁾	-0,1	-0,5	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,6	0,4	0,2	-0,1	0,0	0,4	0,0
Außenbeitrag ³⁾	0,6	0,6	0,7	1,0	0,6	0,3	-0,5	-0,9	0,2	0,0	-0,2	-0,5	-0,2
Exporte ⁴⁾	12,6	3,2	1,5	1,5	3,2	3,7	2,5	-0,6	2,6	1,5	-0,4	-1,2	-0,5
<i>darunter:</i> Waren	12,6	3,1	1,5	0,8	3,3	4,6	2,6	.	2,1	2,0	-0,2	-1,4	.
Importe ⁴⁾	11,3	1,6	-0,3	-1,3	1,8	3,0	4,2	1,8	2,3	1,5	0,2	0,1	0,0
<i>darunter:</i> Waren	11,4	0,9	-0,4	-2,1	2,1	3,8	4,9	.	2,1	2,0	0,7	0,1	.
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei	-0,7	-1,5	-0,4	0,2	-0,5	-1,6	0,7	0,5	-0,3	0,5	0,0	0,6	-0,5
Industrie	3,7	0,5	0,5	0,7	0,8	1,3	0,3	-0,9	0,4	0,2	-0,3	0,0	-0,7
Dienstleistungen	4,0	2,5	1,4	1,5	1,4	1,5	1,2	0,7	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

3) Als Beitrag zum realen BIP-Wachstum; in Prozentpunkten.

4) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben zu den Im- und Exporten in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind nicht um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets bereinigt. Diese Angaben sind daher nicht vollständig mit den Zahlungsbilanzdaten vergleichbar.

stark ausgefallene Wachstumsimpuls dieser Komponente entweder nach unten korrigiert oder im zweiten Quartal aufgezehrt werden würde. Der Beitrag der inländischen Endnachfrage (d. h. der inländischen Nachfrage ohne Vorratsveränderungen) blieb insgesamt unverändert. Dabei machten die stärkere Zunahme der Staatsausgaben und die langsamere Abnahme der Anlageinvestitionen das geringere Wachstum der privaten Konsumausgaben wieder wett. Dieser rückläufige Anstieg des privaten Verbrauchs war angesichts der in der ersten Jahreshälfte 2003 herrschenden geopolitischen und wirtschaftlichen Unsicherheit erwartet worden. Dass der Beitrag des Außenhandels nicht mehr ganz so negativ wie im ersten Quartal ausfiel, ist darauf zurückzuführen, dass die Importentwicklung leicht rückläufig war, während die Exporte nicht so stark zurückgingen. Obwohl das Exportwachstum immer noch negativ war, bestätigt sich die bisherige Annahme, dass sich die positiven Impulse der höheren Auslandsnachfrage für die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets ab dem zweiten Quartal manifestieren würden. Die Tatsache, dass die Exporte insgesamt (sowohl innerhalb des Euroraums als auch in Drittländer) weiterhin rückläufig waren, hängt mit dem dämpfenden Einfluss der schwachen

Inlandsnachfrage auf den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets zusammen.

Wachstum der Industrieproduktion dürfte sich im dritten Quartal 2003 beschleunigt haben

Den Angaben von Eurostat zufolge erhöhte sich die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet (ohne Baugewerbe) im Juli 2003 um 1,0 % gegenüber dem Vormonat (siehe Tabelle 4), nachdem im Juni ein Nullwachstum zu verbuchen gewesen war (von -0,1 % nach oben korrigiert). Das Ergebnis vom Juli war überwiegend der deutlichen Produktionssteigerung in Deutschland zuzuschreiben, die teilweise durch eine Änderung von Saisonfaktoren bedingt war. Klare Anzeichen für einen breit angelegten und stabilen Aufschwung sind allerdings noch nicht erkennbar.

Eine Aufgliederung der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe und Energie) im Juli zeigt, dass in allen drei industriellen Hauptgruppen positive Wachstumsraten gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen waren. Besonders günstig fielen sie in der Investitions- und der Gebrauchsgüterbranche aus. Das Wachstum

Tabelle 4
Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2001	2002	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003	2003
			Mai	Juni	Juli	Mai	Juni	Juli	Febr.	März	April	Mai	Juni
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	0,5	-0,5	-1,2	-1,4	0,7	-1,0	0,0	1,0	0,2	0,2	-0,2	-0,5	-0,5
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie	0,3	-0,8	-1,4	-1,7	0,4	-1,0	-0,1	1,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,6
Vorleistungsgüter	-0,5	0,4	-1,1	-0,5	0,0	-1,3	0,4	0,6	0,3	-0,1	0,0	-0,6	-0,6
Investitionsgüter	1,6	-2,0	-0,6	-3,8	1,7	-0,7	-1,1	2,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,7	-0,6
Konsumgüter	0,6	-0,5	-2,7	-1,1	0,9	-1,8	0,7	1,0	-0,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,5
Gebrauchsgüter	-1,7	-5,5	-6,9	-6,9	-4,5	-2,2	0,5	1,5	-1,5	-1,8	-1,9	-2,2	-1,7
Verbrauchsgüter	1,0	0,5	-2,0	0,0	1,9	-1,7	0,8	1,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3
Energie	1,7	1,0	1,0	2,0	1,4	-0,6	2,2	-0,1	2,8	2,8	-0,8	-0,5	-0,1
Verarbeitendes Gewerbe	0,4	-0,7	-1,2	-1,7	0,6	-0,9	-0,1	1,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

im Investitionsgütersektor erreichte seinen höchsten Stand seit einem Jahr, was mit den verbesserten Investitionsaussichten im Einklang steht. Im Dreimonatszeitraum von Mai bis Juli des laufenden Jahres waren verglichen mit dem Zeitraum von Februar bis April in allen industriellen Hauptgruppen zwar nach wie vor negative Wachstumsraten zu verbuchen, doch rührte dies vor allem von dem drastischen Rückgang im Mai her. Ab August sollte auch bei der Dreimonatsrate eine Verbesserung erkennbar werden.

Umfrageergebnisse deuten auf bessere Lage in der Industrie hin

Die Zuversicht in der Industrie nahm laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission im August und September 2003 leicht zu (siehe Tabelle 5). Ursächlich für diese Verbesserung waren merklich optimistischere Produktionserwartungen und eine deutlich bessere Beurteilung der Vorratsbestände, während die Bewertung der derzeitigen Auftragslage weitgehend unverändert blieb. Das Stimmungsbarometer stieg in allen industriellen Hauptgruppen an. Für das dritte Vierteljahr 2003 deutet der Vertrauensindikator für die Industrie auf eine insgesamt günstigere Entwicklung in dieser Branche hin, nachdem in den ersten beiden Quartalen ein entgegengesetztes Verlaufsmuster festzustellen war.

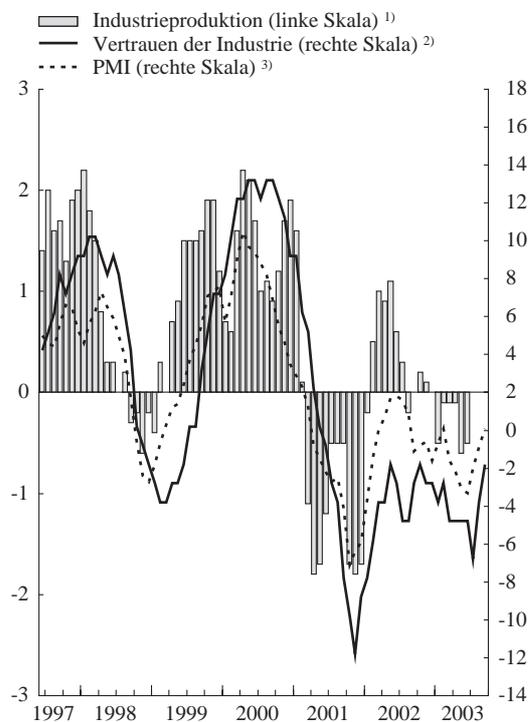
Der Purchasing Managers' Index (PMI) vermittelt ein ähnliches Bild (siehe Abbildung 17). Im September erhöhte er sich im dritten Monat in Folge und lässt damit erstmals seit März 2003 auf eine Ausweitung der Produktion im verarbeitenden Gewerbe schließen. Im dritten Quartal insgesamt erholte sich der Einkaufsmanager-Index nach einem drastischen Rückgang im Vorquartal deutlich. Eine Aufschlüsselung nach Indexkomponenten zeigt, dass sowohl der Auftragseingang als auch der Wert für die Produktionsveränderungen im September zum dritten Mal in Folge kräftig stiegen. Auf Quartalsbasis betrachtet steht die Entwicklung beider Komponenten im Einklang mit der Einschätzung, dass die Produktion im verarbeitenden Ge-

werbe zu positiven Wachstumsraten zurückgekehrt sein dürfte. Der Indexwert der Einkaufslager verringerte sich im September leicht und blieb im dritten Vierteljahr insgesamt weitgehend stabil. Er lässt somit auf einen weiter rückläufigen Zukauf von Rohstoffen im verarbeitenden Gewerbe schließen, das wohl immer noch um Kostendämpfung bemüht ist.

Alles in allem deuten die bis September vorliegenden Umfrageergebnisse auf eine weitere Erholung in der Industrie während der Sommermonate hin. Damit dürfte sich das Wachstum der Industrieproduktion im dritten Quartal nach einem Rückgang im zweiten

Abbildung 17
Industrieproduktion, Vertrauen
der Industrie und PMI für das Euro-
Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %; arbeitstäglich bereinigt und saisonbereinigt.
- 2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Abweichungen signalisieren eine Konjunkturbelebung.

Tabelle 5**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	2000	2001	2002	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 April	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.	2003 Sept.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,5	-3,0	-1,5	-0,1	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,4	0,4
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	-3	-8	-8	-6	-8	-9	-8	-7	-6	-6
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-2	-4	-3	-4	-5	-4	-5	-5	-5	-7	-4	-2
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	2	-1	1	0	-1	1	0	-1	1	-2	-2
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-8	-10	-8	-6	-10	-6	-7	-5	-7	-5
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	11	-4	-18	-23	-25	-21	-14	-22	-21	-20	-16	-13	-12
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,4	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4
Kapazitätsauslastung (%)	84,5	82,9	81,4	81,5	81,1	80,7	.	80,8	-	-	80,6	-	-

Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie Europäische Kommission (GD ECFIN).

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit April 1995 (Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor), seit Juli 1986 (Vertrauensindikator für den Einzelhandel) und seit Januar 1985 (restliche Vertrauensindikatoren) dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

Vierteljahr beschleunigt haben. Die Umfrageergebnisse für den Dienstleistungssektor haben sich im September ebenfalls verbessert und setzten damit den seit dem Frühjahr 2003 beobachteten Aufwärtstrend fort.

Jüngste Angaben weisen auf verhaltenes Wachstum der privaten Konsumausgaben im dritten Vierteljahr 2003 hin

Umfrageergebnisse und andere kurzfristige Indikatoren für die privaten Konsumausgaben lassen für das dritte Quartal eine nur mäßige Erholung des privaten Verbrauchs erkennen. Die Einzelhandelsumsätze erhöhten sich im Juni 2003 leicht (um 0,1 % gegenüber dem Vormonat), nachdem sie im Mai um 0,9 % zurückgegangen waren. Die Entwicklungen im Mai und Juni zehrten den kräftigen Anstieg vom April jedoch nur teilweise auf. Somit blieb das vierteljährliche Umsatzwachstum im Einzelhandel im zweiten Quartal 2003 mit 0,1 % positiv. Gleichwohl fiel es erheblich geringer aus als im Vorquartal (hier hatte es

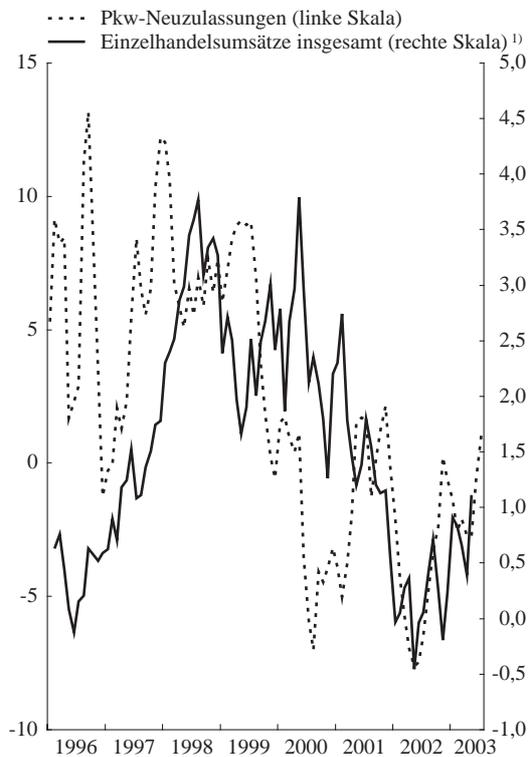
0,7 % betragen). Die fehlenden Anzeichen für eine deutliche Belebung der privaten Konsumausgaben in mehreren Euro-Ländern bis Juli deuten darauf hin, dass der Beitrag der Einzelhandelsumsätze zum Wachstum des privaten Verbrauchs zu Beginn des dritten Vierteljahrs wahrscheinlich gering war. Die Pkw-Neuzulassungen gingen im August leicht zurück, und zwar um 0,3 % gegenüber dem Vormonat. Im Juli hatten sie leicht und im Juni stark zugenommen. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt sind die Pkw-Zulassungen seit April allmählich gestiegen; im Zeitraum von Juni bis August lagen sie 4,0 % über ihrem Stand von März bis Mai. Im Vorjahresvergleich weist die Entwicklung der Neuzulassungen und der Einzelhandelsumsätze seit Mitte 2002 einen Aufwärtstrend auf (siehe Abbildung 18).

Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Verbraucher blieb im September unverändert, nachdem er sich in den vier Monaten zuvor geringfügig verbessert hatte. Verglichen mit

Abbildung 18

Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; arbeitstäglich bereinigt)



Quellen: Eurostat und ACEA (European Automobile Manufacturers Association, Brüssel).

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

der ersten Jahreshälfte war im dritten Vierteljahr insgesamt eine leichte Erholung des Verbrauchervertrauens zu verzeichnen. Eine Aufgliederung des Verbrauchervertrauens zeigt, dass sich die Erwartungen der privaten Haushalte hinsichtlich der allgemeinen Wirt-

schaftslage im August und September verbessert haben. Ihre Einschätzung der künftigen Arbeitsmarktentwicklung blieb im Großen und Ganzen unverändert. Was die anderen Komponenten des Verbrauchervertrauens angeht, so war keine Veränderung bei den Erwartungen der Privathaushalte hinsichtlich ihrer eigenen finanziellen Situation auszumachen, während die Einschätzung der künftigen Ersparnisbildung im September etwas pessimistischer ausfiel (nach einer Verbesserung im August). Der Vertrauensindikator für den Einzelhandel erhöhte sich im September, nachdem er in den Vormonaten einen etwas erratischen Verlauf aufgewiesen hatte. Er deutet insgesamt auf eine Stimmungsaufhellung im dritten Quartal 2003 hin, die mit dem Vertrauenszuwachs des Vorquartals vergleichbar ist.

Schwacher Arbeitsmarkttrend im dritten Vierteljahr 2003

Die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet betrug im August wie schon im Vormonat 8,8 % (siehe Tabelle 6). Aufgrund einer Abwärtskorrektur der Zahlen für Juni und Juli ergibt sich nun das Bild einer seit März dieses Jahres stabilen Arbeitslosenquote im Euroraum. Diese Stabilisierung ist über alle Altersgruppen hinweg zu beobachten. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im August um rund 11 000 und damit ähnlich stark wie im Juni und Juli. Insgesamt hat sich die Arbeitslosenzahl seit Mai 2003 deutlich weniger erhöht als im jeweiligen Monatsdurchschnitt seit Mai 2001, als sie

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	2000	2001	2002	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 März	2003 April	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2003 Aug.
Insgesamt	8,5	8,0	8,4	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Unter 25 Jahren ¹⁾	16,6	15,7	16,2	16,2	16,5	16,8	16,8	16,9	16,9	16,8	16,8	16,8	16,8
25 Jahre und älter	7,4	7,0	7,4	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Im Jahr 2002 entfielen auf diese Gruppe 22,2 % der Arbeitslosen insgesamt.

Tabelle 7**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)*

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2003	2003	2002	2002	2002	2003	2003
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	2,2	1,4	0,4	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei	-1,6	-0,8	-2,0	-2,0	-1,9	-1,9	-2,3	-2,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,8	-0,5
Industrie	0,9	0,4	-1,2	-1,1	-1,3	-1,6	-1,6	-1,6	-0,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3
Ohne Baugewerbe	0,5	0,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,7	-1,8	-2,0	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5
Baugewerbe	1,9	0,4	-1,1	-0,9	-1,3	-1,3	-1,1	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,3
Dienstleistungen	3,0	1,9	1,2	1,3	1,1	0,9	0,7	0,7	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Handel und Verkehr	3,1	1,6	0,5	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Finanzierung und													
Unternehmensdienstleister	5,8	3,9	2,3	2,6	2,1	2,0	1,6	1,2	0,7	0,2	0,5	0,1	0,3
Öffentliche Verwaltung	1,6	1,3	1,3	1,3	1,4	1,2	1,1	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

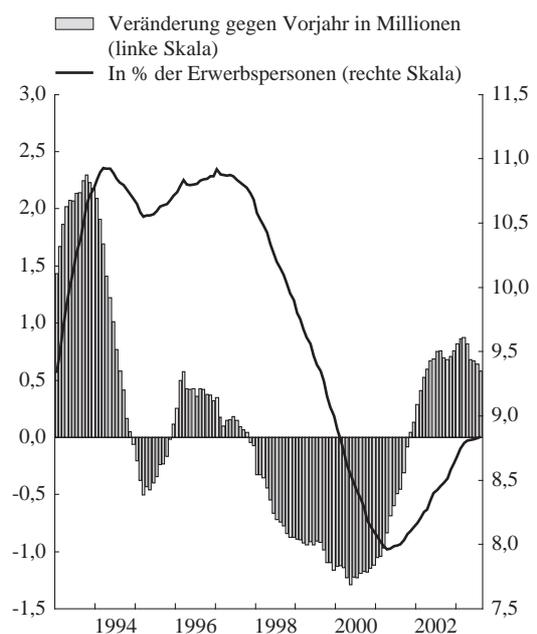
*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Weitere Einzelheiten zu den Daten sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen.**1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.*

zu steigen begann (siehe Abbildung 19). Die Entwicklung seit Mai des laufenden Jahres ist jedoch überwiegend auf länderspezifische Faktoren zurückzuführen, von denen im weiteren Jahresverlauf möglicherweise kein erneuter starker Impuls für den Arbeitsmarkt ausgehen wird.

Wie schon in den vorangegangenen drei Quartalen blieb das Beschäftigungswachstum im zweiten Vierteljahr 2003 trotz des verhaltenen Wirtschaftswachstums und des Anstiegs der Arbeitslosenzahl im Quartalsvergleich unverändert bei null (siehe Tabelle 7). In den einzelnen Sektoren waren dabei unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten. In der Industrie ging die Beschäftigung im zweiten Quartal wieder merklich zurück, während sie im Baugewerbe um 0,3 % und im Dienstleistungssektor um 0,2 % stieg.

Die Ergebnisse der Umfragen der Europäischen Kommission und der PMI-Umfragen zum Arbeitsmarkt, die bis September 2003 vorliegen, deuten für das dritte Quartal auf einen weiteren Beschäftigungsabbau im verarbeitenden Gewerbe hin. Für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor zeichnet sich laut den PMI-Umfragen bis August und den

Umfragen der Europäischen Kommission bis September eine Verbesserung ab, wenngleich die entsprechenden Indikatoren weiterhin auf

Abbildung 19**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)**Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.*

eine gedämpfte Beschäftigungsentwicklung im dritten Quartal schließen lassen.

Anzeichen für eine allmähliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2003 mehren sich

Das reale BIP im Euro-Währungsgebiet stagnierte im ersten Halbjahr 2003 praktisch. Die jüngsten Daten und Informationen stehen jedoch mit einer verhaltenen Konjunktur-

belebung in der zweiten Jahreshälfte in Einklang. So gibt es vor allem Anzeichen dafür, dass sich die konjunkturelle Entwicklung im dritten Quartal etwas gefestigt haben könnte, und die bis September vorliegenden Vertrauensindikatoren deuten allgemein auf eine gewisse Verbesserung der Wirtschaftserwartungen hin. In Übereinstimmung mit den verfügbaren Prognosen und Projektionen dürfte sich der Aufschwung im Laufe des nächsten Jahres langsam verstärken.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Kursanstieg des Euro im September

Nachdem der Euro im August an Wert verloren hatte, erholte er sich Anfang September in nominaler effektiver Rechnung kräftig und blieb anschließend weitgehend stabil. Gegen Ende des Berichtszeitraums legte der Euro erneut zu. Vor allem in der ersten Monatshälfte verbuchte er Gewinne gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen, was ursprünglich auf Datenveröffentlichungen in den Vereinigten Staaten und Markterwartungen bezüglich der Wechselkurspolitik in Japan zurückzuführen war (siehe Abbildung 20). Im weiteren Verlauf gewann der japanische Yen gegenüber allen wichtigen Währungen an Stärke; der US-Dollar wertete hingegen im Anschluss an das G7-Treffen in Dubai ab, wo festgestellt wurde, dass eine größere Flexibilität der Wechselkurse zur Förderung reibungsloser und weit reichender Anpassungen innerhalb des Finanzsystems auf der Basis von Marktmechanismen wünschenswert sei.

Der im September verzeichnete Kursgewinn des Euro zur US-Währung hing insbesondere mit der Veröffentlichung von US-Arbeitsmarktdaten zusammen, die den Marktteilnehmern eine etwas weniger optimistische Einschätzung der Aussichten für eine wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten vermittelten. Diese Einschätzung spiegelte sich auch in einem Rückgang der Renditen für langfristige US-Staatsanleihen wider, der

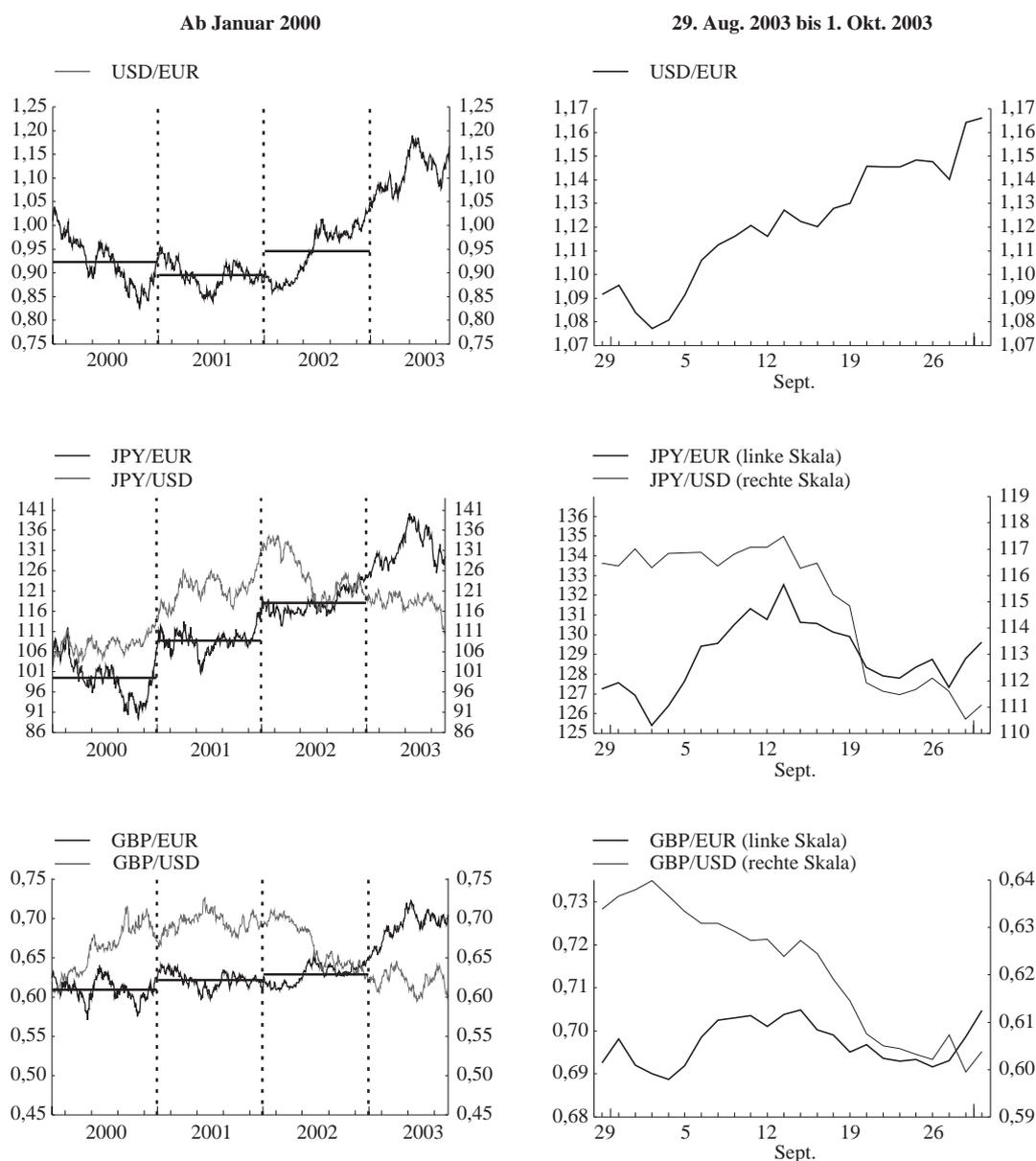
das in den vergangenen Monaten beobachtete positive Zinsgefälle in diesem Laufzeitbereich zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum nivellierte. In der zweiten Septemberhälfte gab der US-Dollar auch gegenüber der japanischen Währung kräftig nach und wurde gegen Ende des Berichtszeitraums mit rund 111 JPY/USD nahe an seinem tiefsten Stand seit Dezember 2000 gehandelt. Am 1. Oktober notierte der Euro bei 1,17 USD und lag damit 6,8 % über seinem Wert von Ende August dieses Jahres und 23,4 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Vor dem Hintergrund eines weitgehend stabilen Wechselkurses der japanischen Währung zum US-Dollar machte der Euro die Kursverluste gegenüber dem Yen vom August in der ersten Septemberhälfte wieder gut (siehe Abbildung 20). In dieser Phase wurde der Aufwärtsdruck auf den Yen, der mit den günstigeren Aussichten für eine Konjunkturerholung in Japan und weiteren Kapitalzuflüssen in den Aktienmarkt des Landes verbunden war, durch die Erwartungen des Marktes bezüglich der Wechselkurspolitik der japanischen Behörden kompensiert. Im Anschluss an das G7-Treffen am 20. September kam es zu einem breit angelegten Kursanstieg des Yen. Am 1. Oktober lag der Euro bei 129,6 JPY und damit 1,9 % über seinem Niveau von Ende August sowie 9,8 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Zum Pfund Sterling, das seinerseits im September gegenüber dem US-Dollar anzog, notierte der Euro im selben Zeitraum innerhalb eines recht engen Bandes (siehe Abbildung 20). Der relative Wertgewinn der britischen Währung stand mit der Veröffentlichung positiver Konjunkturdaten und mit offiziellen Verlautbarungen, die die Markter-

wartungen hinsichtlich einer Konjunkturbelebung im Vereinigten Königreich stärkten, in Zusammenhang. Gegen Ende des Berichtszeitraums legte der Euro gegenüber dem Pfund Sterling zu und wurde am 1. Oktober mit 0,70 GBP 1,7 % über seinem Stand von Ende August und 12,1 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2002 gehandelt.

Abbildung 20
Wechselkursentwicklung
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

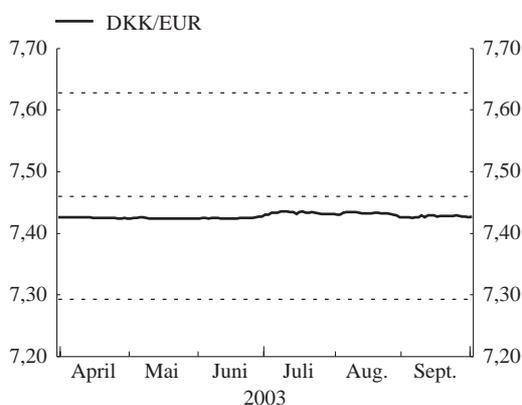
Anmerkung: Der Maßstab der Abbildungen ist in jeder Spalte vergleichbar. Die horizontalen Linien geben Jahresdurchschnittswerte an.

Im WKM II bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem sehr engen Band in der Nähe ihres Leitkurses (siehe Abbildung 21). Die schwedische Krone wertete vor dem Referendum am 14. September leicht zum Euro auf. Das Nein der schwedischen Wähler zu einem Beitritt zum Euro-Währungsgebiet hatte nur verhältnismäßig geringe Auswirkungen auf das Geschehen an den Devisenmärkten, da das Ergebnis den vor der Abstimmung durchgeführten Umfragen entsprach. Infolgedessen gab die schwedische Krone zum Euro vorübergehend leicht nach. Kurz darauf verbuchte sie kräftige Gewinne, schwächte sich dann aber gegen Ende des Monats wieder ab. Am 1. Oktober notierte der Euro gegenüber der schwedischen Währung 1,6 % leichter als Ende August. Was andere europäische Währungen betrifft, so zeigte sich der Euro im Berichtszeitraum gegenüber dem Schweizer Franken und der norwegischen Krone weitgehend unverändert.

Am 1. Oktober lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro – auf Basis der Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – 3,0 % über seinem Niveau von Ende August und 12,9 % über seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr (siehe Abbildung 22). Diese Stärkung des Euro in effektiver Betrachtung ist im Wesentlichen auf dessen Wiederanstieg gegen-

Abbildung 21
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

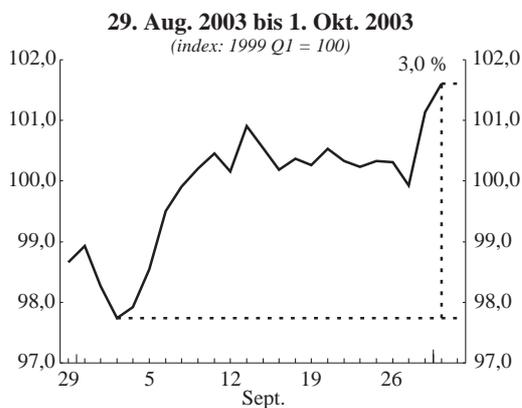


Quelle: EZB.

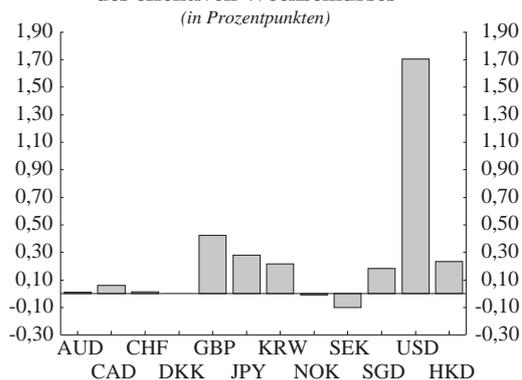
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs (7,46 DKK) und die Bandbreite ($\pm 2,25\%$) für die dänische Krone an.

Abbildung 22
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beiträge zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses²⁾



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.

2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Partnerländer berechnet.

über dem US-Dollar und in geringerem Umfang auch auf seine Aufwertung gegenüber mehreren asiatischen Währungen und dem Pfund Sterling zurückzuführen, was durch die Abwertung zur schwedischen Krone nur teilweise ausgeglichen wurde.

Saisonbereinigte Leistungsbilanz im Juli 2003 ausgeglichen

Im Juli 2003 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets saisonbereinigt einen ausgeglichenen Saldo auf. Dahinter verbargen sich Überschüsse sowohl im Warenhandel (10,9 Mrd €) als auch bei den Dienstleistun-

Tabelle 8**Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; saisonbereinigt)*

							Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	2003 Febr.	2003 März	2003 Apr.	2003 Mai	2003 Juni	2003 Juli	2002 Juli	2003 Juli
Saldo der Leistungsbilanz	3,0	2,1	-1,0	2,8	2,1	-0,0	33,1	43,3
Saldo des Warenhandels	10,3	5,5	9,8	9,5	9,0	10,9	117,8	118,4
Ausfuhr	87,9	83,2	87,3	86,4	83,2	85,8	1042,1	1045,3
Einfuhr	77,6	77,7	77,5	76,9	74,2	74,8	924,3	926,9
Saldo der Dienstleistungen	1,8	2,6	0,6	0,5	1,0	0,8	2,0	17,8
Einnahmen	27,8	28,5	26,9	25,6	25,9	26,5	327,6	329,9
Ausgaben	26,0	25,9	26,3	25,1	24,8	25,7	325,6	312,1
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-4,8	-2,2	-6,6	-2,7	-4,4	-5,3	-36,9	-43,7
Saldo der laufenden Übertragungen	-4,3	-3,8	-4,8	-4,6	-3,5	-6,5	-49,8	-49,2

*Quelle: EZB.**Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.*

gen (0,8 Mrd €), die durch Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie bei den laufenden Übertragungen ausgeglichen wurden (siehe Tabelle 8).

Der Saldo der saisonbereinigten Leistungsbilanz verringerte sich im Juli dieses Jahres gegenüber dem Vormonat um 2,1 Mrd € (siehe Tabelle 8). Ausschlaggebend hierfür war, dass der Anstieg des Überschusses im Warenhandel um 1,9 Mrd € durch eine Ausweitung der Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (um 0,9 Mrd €) sowie bei den laufenden Übertragungen (um 3,0 Mrd €) mehr als ausgeglichen wurde. Die Dienstleistungsbilanz blieb weitgehend unverändert.

Längerfristig betrachtet nahm der über 12 Monate kumulierte Leistungsbilanzüberschuss im Juli weiter ab, nachdem er Ende 2002 einen Höchststand erreicht hatte (Abbildung 23). Für diesen trendmäßigen Rückgang war unter anderem ein geringerer Überschuss im Warenhandel verantwortlich, der durch geringere Exporte bei praktisch konstanten Importen bedingt war. Was den Warenhandel anbelangt, so ist die wertmäßige Abnahme der Warenausfuhren den sinkenden Exportvolumina (siehe Abbildung 24) und Preisen zuzuschreiben, die ihrerseits teilweise auf die

weltweit schwache Nachfrage und die Aufwertung des Euro zwischen dem zweiten Quartal 2002 und dem zweiten Quartal 2003 zurückgehen. Für den im Großen und Ganzen unveränderten Wert der Wareneinfuhren war vor allem die verhaltene Inlandsnachfrage ausschlaggebend. Bei den Dienstleistungen scheint der kräftige Rückgang des Exportwerts seit April 2003 mit der Aufwertung des

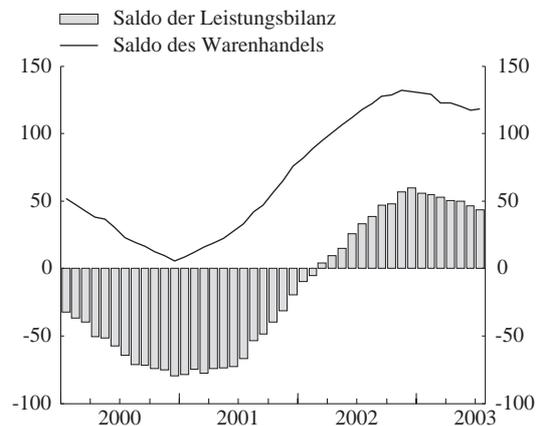
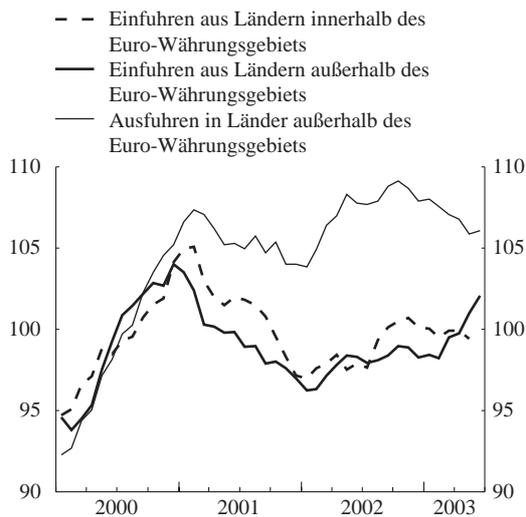
Abbildung 23**Saldo der Leistungsbilanz und des Warenhandels des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt; über zwölf Monate kumuliert)**Quelle: EZB.*

Abbildung 24
Volumina des Warenhandels mit
Ländern innerhalb und außerhalb des
Euro-Währungsgebiets¹⁾

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonats-durchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

1) Die jüngsten Angaben für Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets beziehen sich auf Juni 2003, die letzten Angaben für Länder innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf Mai 2003; beide sind teilweise geschätzt.

Euro und der schwachen Auslandsnachfrage – verstärkt durch die Auswirkungen des Irakkriegs und die SARS-Epidemie – zusammenzuhängen. Unterdessen gingen auch die Importwerte der Dienstleistungen zurück, wenn auch in geringerem Umfang als die Exporte.

Betrachtet man die Handelsvolumina, so deuten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, dass die Stärke des Euro dazu beigetragen hat, dass die Einfuhren aus Ländern des Euroraums in gewissem Maße durch Importe aus Ländern außerhalb des Eurogebiets ersetzt wurden, deren relativer Preis durch die Aufwertung der Gemeinschaftswährung gesunken ist. Abbildung 24 zeigt die jüngste Entwicklung der Einfuhrvolumina aus Ländern des Euroraums im Vergleich zur Entwicklung der Import- und Exportvolumina im Handel mit Ländern außerhalb des Eurogebiets. Die Schwankungen der Importvolumina aus Ländern innerhalb des Euroraums sind den Schwankungen der Importvolumina aus Dritt-

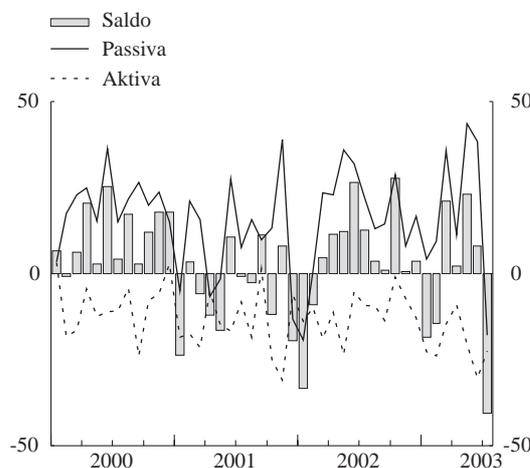
ländern insgesamt relativ ähnlich, da beide in hohem Maße von der Inlandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets beeinflusst werden; die Exportvolumina in Länder außerhalb des Euroraums entwickeln sich dagegen etwas anders, unter anderem weil sie von der Auslandsnachfrage angetrieben werden. In den vergangenen Monaten sind die Einfuhren aus Euro-Ländern jedoch gesunken, was zum Teil auf die bereits erwähnten Substitutionseffekte zurückzuführen sein könnte. Die Importvolumina aus Ländern außerhalb des Eurogebiets sind dagegen trotz der schwachen Nachfrage im Euroraum seit Anfang dieses Jahres angestiegen, was darauf schließen lässt, dass der Kursanstieg des Euro erwartungsgemäß zur Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Importe aus Drittländern gegenüber den Produkten aus dem Euroraum beigetragen hat.

Umfangreiche Netto-Kapitalabflüsse bei den Anleihen im Juli

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Eurogebiets zusammengenommen wurden im Juli Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 38,9 Mrd € verzeichnet, die in erster Linie auf Netto-Kapitalabflüsse bei den Anleihen zurückzuführen waren (siehe Tabelle 9).

Abbildung 25
Euro-Währungsgebiet – Anlagen in
Schuldverschreibungen

(Mrd €; Monatswerte)



Quelle: EZB.

Die umfangreichen Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen in diesem Monat (35,3 Mrd €) resultierten aus Netto-Kapitalabflüssen bei den Anleihen (44,7 Mrd €). Diese Entwicklung stellt eine teilweise Umkehr der in den vorangegangenen Monaten verzeichneten hohen Zuflüsse bei den Anleihen dar. Insbesondere bei Ansässigen außerhalb des Euroraums kehrte sich der zuvor beobachtete Trend des Erwerbs großer Mengen von Anleihen des Eurogebiets um (siehe Abbildung 25). Bei diesen Veränderungen in der Kapitalbilanz im Juli könnten Renditeer-

wägungen in Verbindung mit einer möglichen Neuausrichtung der Portfolios nach den vorangegangenen umfangreichen Käufen von Anleihen des Euro-Währungsgebiets eine Rolle gespielt haben.

Dagegen wurden bei den Dividendenwerten und Geldmarktpapieren im Juli – weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der Vormonate – geringfügige Netto-Kapitalzuflüsse registriert. Das Defizit bei den Direktinvestitionen schließlich belief sich im Juli auf 3,6 Mrd €.

Tabelle 9
Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	2003	2003	2003	2003	2003	2003	Über 12 Monate kumulierte Zahlen bis Ende	
	Febr.	März	Apr.	Mai	Juni	Juli	2002 Juli	2003 Juli
Saldo der Leistungsbilanz	3,5	4,0	-8,6	0,4	2,8	1,2	31,9	39,2
Saldo des Warenhandels	9,1	6,2	7,4	8,3	10,9	15,3	117,0	117,0
Saldo der Dienstleistungen	0,1	1,5	0,8	2,0	2,9	2,2	2,0	17,2
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-2,6	-0,6	-10,5	-4,3	-4,3	-10,2	-38,0	-45,8
Saldo der laufenden Übertragungen	-3,1	-3,0	-6,3	-5,6	-6,7	-6,1	-49,1	-49,2
Saldo der Vermögensübertragungen	-0,9	0,8	0,1	0,4	2,3	0,8	9,2	9,9
Saldo der Kapitalbilanz	-25,8	7,9	7,8	-29,8	-21,1	-6,0	-103,3	-166,4
Direktinvestitionen	3,2	-7,7	-20,2	-0,2	24,0	-3,6	-37,2	-9,3
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-6,8	-17,1	-22,8	-0,7	14,9	-7,5	-184,1	-104,7
Im Euro-Währungsgebiet	10,0	9,4	2,6	0,5	9,1	3,9	146,9	95,4
Wertpapieranlagen	-12,0	17,6	9,3	8,0	12,9	-35,3	115,0	58,9
Dividendenwerte	2,5	-3,4	7,1	-15,0	4,9	5,2	105,3	42,1
Aktiva	0,3	7,4	-3,0	-5,8	-14,6	-8,1	-68,1	-9,9
Passiva	2,2	-10,8	10,2	-9,2	19,6	13,3	173,4	52,1
Schuldverschreibungen	-14,4	21,0	2,1	23,0	8,0	-40,6	9,6	16,8
Aktiva	-23,9	-14,8	-9,1	-20,6	-30,4	-22,6	-172,0	-188,6
Passiva	9,5	35,8	11,2	43,6	38,4	-17,9	181,6	205,4
Nachrichtlich:								
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst	-8,8	9,9	-10,9	7,7	37,0	-38,9	77,8	49,6
Finanzderivate	0,6	0,2	-4,6	0,6	-0,4	-2,8	-19,1	-12,9
Übriger Kapitalverkehr	-22,9	-7,2	22,9	-39,6	-58,5	34,1	-168,8	-216,1
Währungsreserven	5,3	5,0	0,5	1,4	0,8	1,6	6,8	12,9
Restposten	23,2	-12,7	0,7	29,1	16,0	4,1	62,1	117,3

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet

Die Finanzierungsstrukturen sind für Zentralbanken von besonderem Interesse, da sie Einfluss darauf haben, in welcher Art und Weise Zentralbanken über das Bankensystem und an den Finanzmärkten tätig werden. Im Oktober 2002 veröffentlichte die EZB einen Bericht über die Finanzierungsstrukturen („Report on financial structures“), in dem die wichtigsten Merkmale der Finanzierungsstrukturen in jedem einzelnen Euro-Land und im Euro-Währungsgebiet als Ganzem beschrieben werden. Der vorliegende Beitrag zielt darauf ab, einige in dem genannten Bericht enthaltene Informationen zu aktualisieren und zu vervollständigen. Der Aufsatz konzentriert sich darauf, wie Finanzströme mithilfe von Finanzintermediären beziehungsweise direkt über Finanzmärkte kanalisiert werden.

Parallel zu dem deutlichen Anstieg der Aktienkurse Ende der Neunzigerjahre, der Euro-Einführung, der rapiden Zunahme der Finanzinnovationen und einer höheren Ersparnisbildung für die Altersvorsorge setzte ein Prozess der Disintermediation ein. Nachdem es ab Mitte 2000 zu einer Korrektur der Aktienkurse und zeitweise zu Turbulenzen an den Finanzmärkten kam, hat sich dieser Trend wieder etwas umgekehrt. Dennoch haben die größere Bedeutung von Finanzintermediären aus dem Nichtbankensektor, die Entstehung eines Marktes für Unternehmensanleihen und der Konsolidierungs- und Innovationsprozess an den Aktienmärkten zu einer Vertiefung der Finanzmärkte geführt, das Finanzsystem auf eine breitere Basis gestellt und damit den Weg für eine bessere Kapitalallokation im Euroraum geebnet.

I Einleitung

Zentralbanken operieren über das Bankensystem und die Finanzmärkte. Sie benötigen daher eine genaue Kenntnis über die Funktionsweise des Finanzsystems, wie etwa über die tragende Rolle, die Banken im Finanzsystem spielen, sowie über die Faktoren, die den Trends bei den Finanzierungsstrukturen zugrunde liegen. Im Oktober 2002 veröffentlichte die EZB den „Report on financial structures“, in welchem die Finanzierungsstrukturen des Eurogebiets und seiner Mitgliedstaaten beschrieben und die Funktionsweise des Finanzsystems analysiert werden. Ziel des vorliegenden Aufsatzes ist es, einige der in diesem Bericht enthaltenen Angaben zu aktualisieren und zu vervollständigen. Dabei liegt das Hauptaugenmerk darauf, welche Rolle Finanzintermediäre und Finanzmärkte im Finanzsystem des Euroraums spielen.

Eine genaue Abgrenzung zwischen über Finanzintermediäre und direkt über den Markt gehandelten Finanzaktiva ist schwierig. Um die Bedeutung der Finanzvermittlung in diesem Aufsatz genauer zu untersuchen, werden solche Anlageformen als „über Finanzintermediäre gehandelte“ Finanzaktiva be-

zeichnet, die bei Monetären Finanzinstituten (insbesondere bei Kreditinstituten und Geldmarktfonds), Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (bzw. Pensionsfonds) sowie bei sonstigen Finanzinstituten (insbesondere Investmentfonds) gehalten werden. Bei „direkt über den Markt gehandelten“ Finanzaktiva handelt es sich hingegen um direkt gehaltene Aktien und sonstige Anteilsrechte sowie um Wertpapiere ohne Anteilsrechte, insbesondere Schuldverschreibungen.¹

Im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets werden mehr oder minder gleich viele Finanzaktiva über Finanzintermediäre und direkt über den Markt gehandelt. Ende 2001 entsprach der Bestand der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet über Finanzintermediäre erworbenen Vermögenswerte dem Wert nach 254 % des BIP. Ihr Bestand an direkt über den Markt erworbenen Aktiva belief sich auf rund 285 % des BIP und machte damit 53 % ihres Gesamtbestands an

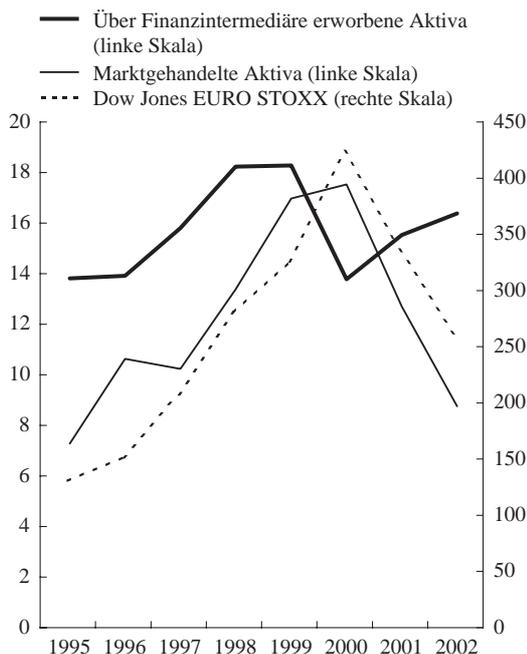
¹ Die Aufteilung in über Finanzintermediäre gehandelte und direkt über den Markt gehandelte Finanzaktiva wird im „Report on financial structures“, EZB, Oktober 2002, genauer erläutert.

Finanzaktiva aus.² Betrachtet man den Bestand der Vermögenswerte der nichtfinanziellen Sektoren des Eurogebiets (also ohne die finanziellen Kapitalgesellschaften), so belief sich dieser bei den über Finanzintermediäre erworbenen Aktiva Ende 2001 auf 162 % des BIP (52 % des Gesamtwerts) und bei den direkt über den Markt gehandelten Aktiva auf 147 % des BIP (48 % des Gesamtwerts).

Eine Kernentwicklung des europäischen Finanzsystems seit der Mitte der Neunzigerjahre war der Trend hin zur Disintermediation. 1995 setzte sich der Bestand der Finanzaktiva von Ansässigen im Euroraum hauptsächlich aus Vermögenswerten zusammen, die über Finanzintermediäre erworben worden waren (rund 53 % des Gesamtwerts). Seither hat sich das Finanzsystem des Eurogebiets zunehmend marktorientiert entwickelt. Dieser Prozess der Disintermediation wird auch durch Transaktionsdaten bestätigt,

Abbildung 1 Erwerb von Finanzaktiva durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet und der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index

(in % des BIP; Indexstand in Punkten)

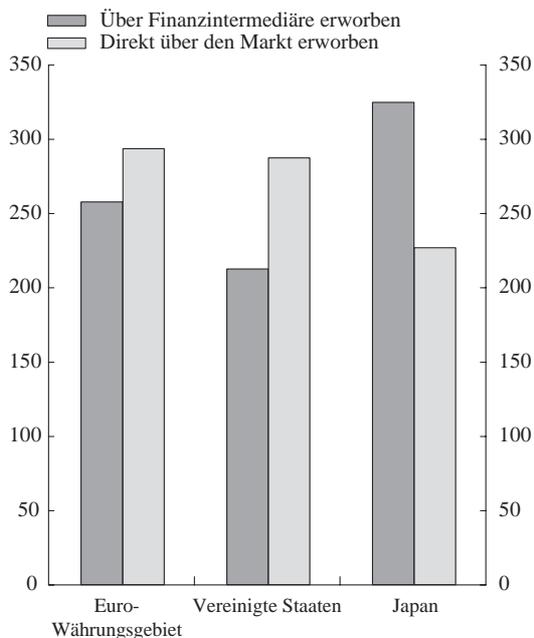


Quellen: EZB und Reuters.

Anmerkung: In den marktgehandelten Aktiva sind Finanzderivate nicht enthalten.

Abbildung 2 Verteilung der Finanzaktiva im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(in % des BIP; Stand: Ende 2001)



Quellen: EZB, Federal Reserve Board und Bank of Japan.

die belegen, dass der (Netto-)Erwerb von direkt über den Markt gehandelten Vermögenswerten durch Gebietsansässige zwischen 1995 und 2000 deutlich zunahm (siehe Abbildung 1). Eine der wichtigsten Antriebsfedern dieses Prozesses scheinen die in dieser Zeit deutlich gestiegenen Aktienkurse gewesen zu sein, die Investitionen in relativ riskante Anlageformen förderten. Die 2001 und 2002 zu beobachtende leichte Umkehr dieses Trends überrascht daher nicht, da die Investoren nach der Korrektur der Aktienkurse und den in diesem Zeitraum herrschenden Turbulenzen an den Finanzmärkten ihre Gelder in relativ sichere Vermögenswerte wie Bankeinlagen und Geldmarktfonds umschichteten.

Die Aufschlüsselung nach über Finanzintermediäre und direkt über den Markt

² Der in diesem Beitrag dargestellte Bestand und Erwerb von Finanzaktiva der Wirtschaftssektoren basiert auf von der EZB zusammengestellten Daten aus den nationalen Finanzierungsrechnungen. Zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Aufsatzes waren Transaktionsdaten für den Zeitraum von 1995 bis 2002 verfügbar; Angaben zu den Beständen lagen nur für 1995 bis 2001 vor.

gehandelten Finanzaktiva zeigt, dass das Finanzsystem des Euroraums zwischen dem stärker marktorientierten US-amerikanischen Finanzsystem und dem japanischen Finanzsystem, in dem Finanzintermediäre – vor allem Banken – eine marktbeherrschende Stellung einnehmen, einzuordnen ist (siehe Abbildung 2). Hinter diesem generellen Vergleich verbergen sich jedoch weitere wichtige Unterschiede. So wird beispielsweise im Eurogebiet ein recht großer Anteil der Aktien nicht an der Börse notiert, was darauf zurückzuführen ist, dass es sich bei den meisten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum um mittelständische Unternehmen handelt. Überdies werden sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in Japan die meisten über Finanzintermediäre gehandelten Aktiva bei Monetären Finanzinstituten (MFIs) gehalten, wohingegen in den Vereinigten Staaten

dem Wert des Bestandes nach die Pensionsfonds die wichtigsten Finanzintermediäre sind.

Die weiteren Abschnitte dieses Artikels sind wie folgt gegliedert: In Abschnitt 2 wird die Verteilung der über Finanzintermediäre gehandelten Aktiva auf die einzelnen Finanzintermediäre beschrieben und anschließend im Einzelnen auf die Entwicklung bei den drei wichtigsten Finanzintermediären, und zwar den MFIs, den Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie den sonstigen Finanzinstituten, eingegangen. In Abschnitt 3 werden die Verteilung der Aktiva, aufgeschlüsselt nach den unterschiedlichen direkt über den Markt gehandelten Instrumenten, dargestellt und die strukturellen Entwicklungen des Anleihe- und des Aktienmarkts untersucht. Abschnitt 4 schließlich enthält eine Zusammenfassung.

2 Finanzintermediäre

Finanzintermediäre sind für das Finanzsystem des Eurogebiets von großer Bedeutung, da die nichtfinanziellen Sektoren beträchtliche Summen bei ihnen anlegen (162 % des BIP zum Jahresende 2001) und sie stark in die Finanzmärkte eingebunden sind. Bei MFIs gehaltene Vermögenswerte der nichtfinanziellen Sektoren stellen nach wie vor die wichtigsten über Finanzintermediäre erworbenen Aktiva im Euroraum dar. Ende 2001 belief sich ihr Wert auf 82 % des BIP. Der entsprechende Bestand bei Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen bzw. bei sonstigen Finanzinstituten lag bei 51 % bzw. 28 % des BIP (siehe Tabelle 1).

Im Durchschnitt der Jahre 1998 bis 2002 legten die nichtfinanziellen Sektoren des Euroraums allerdings mehr Gelder bei Finanzintermediären aus dem Nichtbankenbereich (d. h. Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und sonstigen Finanzinstituten) an als bei MFIs. In diesem Zeitraum erwarben die nichtfinanziellen Sektoren von sonstigen Finanzinstituten pro Jahr Finanzaktiva (vor allem Investmentfondsanteile) im Wert von durchschnittlich rund 2,8 % des BIP. Der Zufluss zu Versicherungen der glei-

chen Sektoren lag in dieser Zeit im Durchschnitt bei 3,7 % des BIP. Die Summe dieser beiden Positionen (6,5 % des BIP) war damit mehr als doppelt so hoch wie der Anteil der Finanzaktiva, die den MFIs jährlich zufließen (3,0 % des BIP). Von 1995 bis 2002 waren die Zuflüsse zu Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen anhaltend hoch. Dies könnte auf die gestiegene Spartätigkeit der privaten Haushalte im Zusammenhang mit einer zusätzlichen Vorsorge aufgrund der demographischen Entwicklung zurückzuführen sein. Im Gegensatz dazu nahmen die Anlagen bei sonstigen Finanzinstituten zwischen 1997 und 1999 zwar ebenfalls erheblich zu, waren aber in der jüngeren Vergangenheit rückläufig (siehe Abbildung 3). Die seit 1998 zu beobachtende geringere Anlagetätigkeit bei sonstigen Finanzinstituten kann als Normalisierung nach der starken Zunahme in den vorangegangenen Jahren gedeutet werden. Darüber hinaus dürften zwischen 1998 und 2000 viele Anleger aufgrund der steigenden Aktienkurse und der Privatisierung einiger staatlicher Unternehmen im Eurogebiet ihre Anlagen in Investmentfonds durch Direktinvestitionen in Aktien ersetzt haben.

Tabelle I**Über Finanzintermediäre gehandelte Finanzaktiva (Erwerb und Bestand) nach Sektoren***(in % des BIP)*

	Monetäre Finanzinstitute (MFIs)					Sonstige Finanzinstitute					Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
Jährliche Transaktionen															
Private Haushalte Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Öffentliche Haushalte Finanzielle Kapitalgesellschaften	1,6	1,9	1,0	2,3	3,3	4,6	2,6	1,5	1,1	0,8	3,6	4,1	3,8	3,5	3,3
	1,0	0,4	1,0	1,3	0,3	0,5	0,4	0,1	0,8	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1
	0,2	0,5	0,7	-0,7	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	4,5	5,8	2,2	5,1	5,5	2,2	2,2	2,7	1,9	1,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Insgesamt	7,2	8,5	5,0	7,9	9,2	7,3	5,3	4,6	3,9	3,5	3,7	4,3	3,9	3,7	3,4
Bestand am Jahresende															
Private Haushalte Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Öffentliche Haushalte Finanzielle Kapitalgesellschaften	63,5	63,3	61,4	61,6	.	21,5	25,0	24,3	22,7	.	43,8	47,4	49,0	49,9	.
	13,7	13,6	14,1	14,9	.	4,1	4,6	4,4	4,3	.	1,3	1,4	1,4	1,4	.
	6,2	6,4	6,8	5,9	.	0,4	0,7	0,8	0,9	.	0,1	0,0	0,0	0,0	.
	69,3	74,3	72,9	75,6	.	10,1	13,5	15,6	15,7	.	1,2	1,3	1,3	1,3	.
Insgesamt	152,7	157,6	155,1	158,0	.	36,1	43,7	45,1	43,6	.	46,3	50,1	51,7	52,7	.

Quelle: EZB.

Mehrere Faktoren könnten erklären, weshalb die Bedeutung der MFIs im Verhältnis zu anderen Finanzintermediären/Finanzinstrumenten in den letzten Jahren abgenommen hat. In einigen Ländern haben Änderungen des Steuerrechts zu einem veränderten Sparverhalten geführt. Allgemeiner betrachtet hatten die niedrigen Zinsen und die gedämpfte Inflation zur Folge, dass sich viele Anleger nach Anlageformen mit höheren Renditen als bei den herkömmlichen Bankeinlagen umsahen. Als Resonanz auf diese Nachfrage boten sowohl MFIs als auch andere Finanzintermediäre alternative Instrumente an, was zu einem verstärkten Wettbewerb unter den verschiedenen Anbietern ähnlicher Dienstleistungen führte. Ferner hat die demographische Entwicklung dazu geführt, dass vermehrt in längerfristige Finanzaktiva wie etwa Pensionsfonds investiert wurde. Allerdings kehrten viele Anleger aufgrund rückläufiger Aktien-

kurse und der weltweit gesunkenen Risikofreudigkeit (insbesondere nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001) zu relativ sicheren Anlageformen wie Bankeinlagen und Geldmarktfonds zurück. Aus diesem Grund war die Summe der bei MFIs gehaltenen Vermögenswerte 2001 und 2002 höher als in den vorangegangenen Jahren, jedoch immer noch etwas niedriger als der Wert der Aktiva, die bei Finanzintermediären des Nichtbankensektors gehalten wurden.

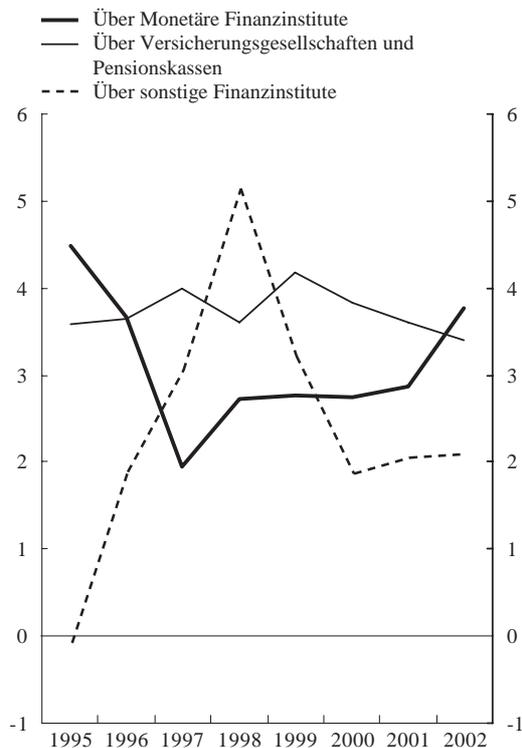
Monetäre Finanzinstitute

In den letzten Jahren setzte sich der kontinuierliche Rückgang der Anzahl der MFIs, der bereits in den vergangenen beiden Jahrzehnten zu beobachten war, fort. Ende 1998 gab es im Euro-Währungsgebiet 9 844 MFIs (ohne Zentralbanken), Ende 2002 hatte sich ihre

Abbildung 3

Erwerb von Finanzaktiva über Finanzintermediäre durch den nichtfinanziellen Sektor im Euro-Währungsgebiet (in % des BIP)

(in % des BIP)



Quelle: EZB.

Anzahl auf 8 531 verringert. Während die Gesamtzahl der MFIs, zu denen Kreditinstitute und Geldmarktfonds zählen, zwischen 1998 und 2002 zurückging, stieg die Anzahl der Letztgenannten in diesem Zeitraum erheblich, und zwar um 7 %, und belief sich im Jahr 2002 auf insgesamt 1 620. Allerdings konzentrieren sich die Geldmarktfonds auf einige wenige Länder wie Frankreich und Luxemburg und stellen (gemessen an den Aktiva der MFIs insgesamt) nur einen kleinen Teil des gesamten MFI-Sektors dar.

In dieser Entwicklung spiegelt sich die anhaltende Konsolidierung des Bankensektors wider, die bis zum Jahr 2000 in Form von Fusionen zwischen (in der Regel kleineren) Kreditinstituten auf regionaler und nationaler Ebene zu verzeichnen war. Grenzüberschreitende Fusionen im Eurogebiet waren dagegen relativ selten und fanden in erster Linie zwischen

größeren Instituten statt, die auf regionaler Basis expandierten, etwa in den Benelux-Staaten oder in den Ländern Nordeuropas bzw. des Ostseeraums. Gegenwärtig operieren lediglich einige wenige MFIs im gesamten Euroraum und diese hauptsächlich im Großkundenbereich. Das Privatkundengeschäft findet auch weiterhin vor allem auf regionaler/nationaler Ebene statt, wenngleich neue Technologien wie das Internetbanking schließlich zu einer weiteren grenzüberschreitenden Ausweitung des Privatkundengeschäfts führen könnten. In jüngster Zeit hat sich die Konsolidierung etwas verlangsamt; ursächlich hierfür war in erster Linie die Schwäche des Aktienmarkts, die die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen aufgrund der Verteuerung des neu zu emittierenden Aktienkapitals erschwerte. Der Rückgang war bei (grenzüberschreitenden) Fusionen großer Banken am offenkundigsten, wohingegen auf nationaler Ebene bei mittelständischen Banken weiterhin eine ungebrochene Fusionstätigkeit zu beobachten war.³

Traditionelle Bankgeschäfte wie die Kreditvergabe und das Einlagengeschäft machen immer noch den Großteil der aggregierten MFI-Bilanz aus. Ende 2002 beliefen sich die Kredite auf 70 % der gesamten Aktiva des MFI-Sektors (49 % ohne Interbankkredite im Euroraum), und auf die Einlagen entfielen über 65 % der gesamten Passiva der MFIs (45 % ohne Interbankeinlagen im Euroraum). Zwischen 1998 und 2002 ging der Anteil der Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum an den Gesamtaktiva allerdings um fast 4 % zurück. Im selben Zeitraum fiel auch der Anteil der Einlagen von Nicht-MFIs im Eurogebiet an den Gesamtverbindlichkeiten der MFIs um mehr als 8 %. Diese Entwicklungen scheinen bis zu einem gewissen Grad eine Verlagerung bei der Art der Bankgeschäfte hin zu einer stärkeren Verbriefung widerzuspiegeln (siehe Kasten I). Auf der Aktivseite erhöhten MFIs ihren Bestand an Wertpapieren (Anleihen, Aktien und Geldmarktpapiere) bis Ende 2002 auf 23 % aller Aktiva; dies stellt gegenüber

³ Siehe hierzu auch „Structural analysis of the EU banking sector“, EZB, November 2002.

1998 einen Anstieg um fast 9 % dar. Auf der Passivseite finanzieren MFIs ihre Geschäfte in Ergänzung zur traditionellen Finanzierung durch Einlagen vermehrt über die Begebung von Wertpapieren.

Es ist anzumerken, dass in der aggregierten MFI-Bilanz lediglich bilanzwirksame Geschäfte von Banken und anderen Kreditinstituten ausgewiesen sind. Informationen über bilanzunwirksame Geschäfte, wie der Handel mit Derivaten, finanzielle Garantien und Kreditzusagen (z. B. Reservelinien für Kredite oder Mindestzusagen für Wertpapieremissionen), die in den letzten Jahrzehnten an Bedeutung gewonnen haben, sind darin nicht enthalten. Allgemeiner betrachtet haben der technologische Fortschritt, die Deregulierung und Innovationen im Finanzsektor in den vergangenen Jahrzehnten gleichzeitig den Umfang der Bankgeschäfte vergrößert und zu einer verbesserten Risikotransformation sowie einem ausgefeilteren Risikomanagement geführt. Dies wird auch durch die Tatsache belegt, dass die Zinseinkünfte der Banken im Verhältnis zu ihren zinsunabhängigen Erträgen allmählich zurückgehen.⁴ Das Bankgeschäft hat sich damit in vielerlei Hinsicht verändert, doch die MFIs spielen immer noch eine wichtige Rolle im Finanzsystem des Euroraums.

Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen investieren aufgrund ihrer Aufgabe – der Bereitstellung von Sparinstrumenten zur Altersvorsorge – in erster Linie in langfristige finanzielle Vermögenswerte wie etwa Aktien und langfristige Schuldverschreibungen. Ende 2002 belief sich der Bestand an Schuldverschreibungen auf 38 % und der Anteil der börsennotierten Aktien auf 35 % aller Finanzaktiva von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen. Wenngleich der Anteil an Wertpapieren am Gesamtvermögen der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen mit rund 70 % bis 75 % in den vergangenen fünf Jahren weitgehend unverändert geblie-

ben ist, waren bedeutende Unterschiede zwischen der Entwicklung börsennotierter Aktien und Schuldverschreibungen zu beobachten. Während der Aktienhausse Ende der Neunzigerjahre und zu Beginn des Jahres 2000 erhöhte sich der Wert der Aktiendepots erheblich, sodass der Anteil der börsennotierten Aktien an den gesamten Kapitalanlagen Ende 2000 mit 41 % einen Höchststand erreichte, während Schuldverschreibungen nur noch 33 % aller Aktiva ausmachten. Die anschließende Kurskorrektur an den Aktienmärkten in den Jahren 2001 und 2002 kehrte diesen Trend um und hatte zur Folge, dass börsennotierte Aktien und Investmentzertifikate zusammengenommen in der aggregierten Bilanz der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen deutlich an Wert verloren, während der Anteil der Schuldverschreibungen Ende 2002 wieder den Stand von Ende 1998 erreichte. Ein Großteil dieser Veränderungen beruhte auf Berichtigungen infolge von Neubewertungen; lediglich einige Änderungen waren auf Transaktionen zurückzuführen.

Auf der Passivseite machen die „versicherungstechnischen Rückstellungen“ den größten Teil der Finanzierung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen aus. Versicherungsgesellschaften sind zum Aufbau derartiger Rückstellungen über die Laufzeit eines Vertrags hinweg gesetzlich verpflichtet, um späteren Forderungen Rechnung zu tragen. Darüber hinaus haben der Einbruch der Aktienkurse und andere Probleme, denen sich Versicherungsgesellschaften in den letzten zwei Jahren gegenübersehen, zu einem merklichen Rückgang des Werts der von diesen Gesellschaften begebenen börsennotierten Aktien geführt. Während sich der Anteil der börsennotierten Aktien an den gesamten Verbindlichkeiten Ende 1998 noch auf 11 % belaufen hatte, war er Ende 2002 auf 3 % geschrumpft.

Gesetzliche Altersversorgungssysteme spielen in den meisten Euro-Ländern traditionell eine sehr wichtige Rolle beim Sparverhalten privater Haushalte für das Alter, doch

⁴ Siehe hierzu auch „EU banks' income structure“, EZB, April 2000.

aufgrund der demographischen Entwicklung sind in den letzten Jahren die Anreize für eine zusätzliche (private) Altersvorsorge gestiegen. Daher bedienen sich die privaten Haushalte für das langfristige Sparen vermehrt der Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen. Allerdings unterscheidet sich die Bedeutung dieses Sektors zwischen den einzelnen Euro-Ländern erheblich, unter anderem aufgrund der länderspezifischen Bestimmungen in Bezug auf eine obligatorische kapitalgedeckte Rentenversicherung, die Sozialversicherungssysteme und die steuerliche Behandlung einer freiwilligen Altersvorsorge.⁵

Sonstige Finanzinstitute

In den vergangenen zehn Jahren haben die sonstigen Finanzinstitute (insbesondere Investmentfonds) sowohl in Bezug auf die Herannahme von Mitteln als auch als Investoren an den Finanzmärkten an Bedeutung gewonnen. Die Zusammensetzung ihrer Vermögenswerte hat sich in den letzten zwei Jahren verändert, was hauptsächlich mit den rückläufigen Aktien- und den steigenden Anleihe-

kursen zusammenhängt. Der Prozentsatz an Aktiva, den sonstige Finanzinstitute in Form von Aktien und sonstigen Anteilsrechten hielten, fiel von 43 % Ende 2000 auf 30 % Ende 2002. Die Anlagen in Wertpapieren ohne Anteilsrechte erhöhten sich von rund 39 % der gesamten Aktiva im Jahr 2000 auf 47 % im Jahr 2002. Der Anteil am Gesamtvermögen der in Immobilienfonds und sonstige Fonds investierten Mittel nahm ebenfalls zu. Dahinter verbargen sich der kontinuierliche Anstieg der Immobilienpreise in einigen Ländern Europas und in den Vereinigten Staaten sowie, vor dem Hintergrund der hohen Kapitalmarktvolatilität, stärkere Anreize zur Diversifizierung von Portefeuilles in Richtung alternativer Anlageformen.

Die Bedeutung sonstiger Finanzinstitute variiert zwischen den Ländern des Eurogebiets immer noch stark; Ende 2002 entfielen rund 72 % der gesamten Geschäftstätigkeit dieser Institute auf Deutschland, Frankreich und Luxemburg.⁶ Auch in Belgien, Italien und Österreich liegt die Größe des Segments der sonstigen Finanzinstitute in Bezug auf das BIP über dem Durchschnitt des Euroraums.

3 Märkte

Der Bestand an direkt über den Markt erworbenen Finanzaktiva von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet (Anteilsrechte und sonstige Wertpapiere) belief sich Ende 2001 auf 285 % des BIP (siehe Tabelle 2). Aktien und sonstige Anteilsrechte machten etwa 60 % dieser Vermögenswerte aus, und die verbleibenden 40 % entfielen auf sonstige Wertpapiere (vor allem Schuldverschreibungen). Ende 2001 wurden rund 39 % der Aktien und sonstigen Anteilsrechte von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehalten, worin unter anderem die Bedeutung von Überkreuzbeteiligungen von Unternehmen und nicht börsennotierten Aktien im Euroraum zum Ausdruck kommt. Zur gleichen Zeit hielten die finanziellen Kapitalgesellschaften 74 % des gesamten Bestands an Wertpapieren ohne Anteilsrechte.

Den Großteil der vom nichtfinanziellen Sektor im Euroraum zwischen 1998 und 2000 erworbenen Finanzaktiva bildeten Aktien mit einem durchschnittlichen Wert pro Jahr von rund 4,6 % des BIP. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften getätigten Käufe. Der Erwerb von Wertpapieren ohne Anteilsrechte durch den nichtfinanziellen Sektor belief sich im gleichen Zeitraum auf jährlich 1,5 % des BIP.

⁵ Siehe „Report on financial structures“, EZB, Oktober 2002, S. 26.

⁶ Die amtliche Statistik der EZB zu den sonstigen Finanzinstituten enthält keine Daten zu Irland. Andere Quellen lassen darauf schließen, dass Investmentfonds in Irland von großer Bedeutung sind (siehe den bereits genannten „Report on financial structures“).

Finanzielle Kapitalgesellschaften investierten zwischen 1998 und 2000 am stärksten in direkt über den Markt gehandelte Aktiva; 63 % der im Jahr 2000 insgesamt erworbenen Wertpapiere gingen auf ihr Konto.

Aufgrund des Rückgangs der Aktienkurse wurde in den Jahren 2001 und 2002 weniger als in den Vorjahren in Aktien investiert, womit sich der seit 1995 beobachtete Trendanstieg umkehrte. Dagegen nahmen Anlagen in Wertpapiere ohne Anteilsrechte im Jahr 2001 stark zu und waren im darauf folgenden Jahr mit den Anlagen in Aktien vergleichbar. Insbesondere ab dem zweiten Halbjahr 2001 passten finanzielle Kapitalgesellschaften offenbar ihre Finanzportefeuilles an, indem sie Umschichtungen von Aktien zugunsten sicherer Anlageformen vornahmen. Die Abnahme des Aktienengagements der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften spiegelte auch die geringe Zahl von Fusionen und Übernahmen in diesem Zeitraum wider.

Die Anleihemärkte

Der Umlauf an Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet ist deutlich gestiegen. Insgesamt erhöhte sich zwischen 1998 und

2000 der Umlauf an auf Euro lautenden Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euroraum begeben wurden, im Jahresdurchschnitt um 6 %. Allerdings waren die Wachstumsraten bei den einzelnen Emittentengruppen sehr unterschiedlich. Infolge der Haushaltskonsolidierung erhöhte sich der Umlauf an Schuldverschreibungen der Zentralstaaten im Berichtszeitraum um lediglich 4 % pro Jahr. Im gleichen Zeitraum bauten die Unternehmen ihre Emissionstätigkeit aus, und beim Umlauf der von Nicht-MFIs begebenen Unternehmensschuldverschreibungen wurde eine Jahreswachstumsrate von rund 17 % verzeichnet. 2001 und 2002 kehrte sich die Entwicklung der Anleiheemissionen im Vergleich zu den Vorjahren teilweise um. Es waren ein allgemeiner Rückgang der Emissionstätigkeit des privaten Sektors und eine Zunahme der Emissionen durch die öffentlichen Haushalte zu beobachten. Darin spiegelte sich der unterschiedliche Finanzierungsbedarf dieser Sektoren in einer Zeit schwachen Wirtschaftswachstums wider.

Der Umlauf von Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet ist niedriger als in anderen wichtigen Industrieländern. Ende 2002 belief er sich insgesamt auf rund 105 % des BIP, in den Vereinigten Staaten auf 154 % und

Tabelle 2
Über den Markt gehandelte Finanzaktiva (Erwerb und Bestand) nach Sektoren
(in % des BIP)

	Aktien und sonstige Anteilsrechte					Wertpapiere ohne Anteilsrechte				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
Jährliche Transaktionen										
Private Haushalte	0,4	0,6	0,3	0,9	-0,9	-2,0	0,6	0,7	1,2	1,0
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2,7	4,5	6,8	3,5	2,6	-0,3	4,5	1,5	1,5	0,3
Öffentliche Haushalte	-0,6	-0,7	-0,2	0,0	-0,3	0,1	-0,7	0,1	0,1	0,1
Finanzielle Kapitalgesellschaften	4,5	5,3	6,3	4,9	2,2	14,3	5,3	9,5	12,3	2,6
Insgesamt	7,0	9,7	13,2	9,3	3,7	12,1	9,7	11,9	15,1	4,0
Bestand am Jahresende										
Private Haushalte	44,4	56,1	51,8	41,8	.	20,0	18,4	18,8	19,1	.
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	52,7	69,2	73,9	67,2	.	4,5	6,0	7,2	8,5	.
Öffentliche Haushalte	9,6	10,8	9,5	8,5	.	1,9	2,0	2,0	2,1	.
Finanzielle Kapitalgesellschaften	44,2	61,4	62,6	54,6	.	79,7	80,2	79,5	82,9	.
Insgesamt	150,8	197,4	197,8	172,2	.	106,1	106,5	107,6	112,6	.

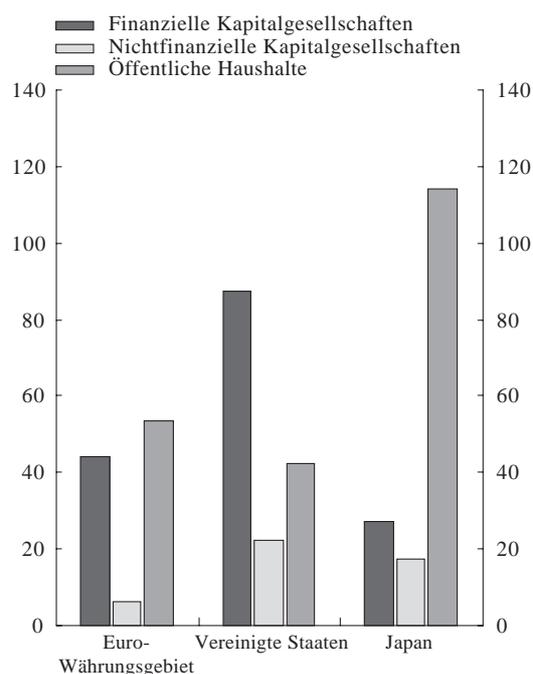
Quelle: EZB.

in Japan auf 160 %. Hinter diesen Aggregaten verbergen sich jedoch große Unterschiede bei der sektoralen Aufgliederung. Sowohl im Euroraum als auch in Japan machen die staatlichen Schuldtitel den Großteil der im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen aus. In Japan waren Ende 2002 ca. 72 % der insgesamt umlaufenden Schuldtitel Staatsschuldverschreibungen, verglichen mit 51 % im Euro-Währungsgebiet. In den Vereinigten Staaten hingegen werden die meisten Schuldverschreibungen von finanziellen Kapitalgesellschaften begeben; insgesamt hatte der private Sektor (d. h. finanzielle und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zusammengefasst) Ende 2002 rund 72 % der insgesamt umlaufenden Schuldverschreibungen emittiert (siehe Abbildung 4). Darüber hinaus deckt im Euroraum der weitaus größte Teil der Unternehmen seinen Finanzierungsbedarf über Kredite ab, während in

Abbildung 4

Umlauf der auf nationale Währung lautenden Schuldverschreibungen, emittiert von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(in % des BIP; Stand: Ende 2002)

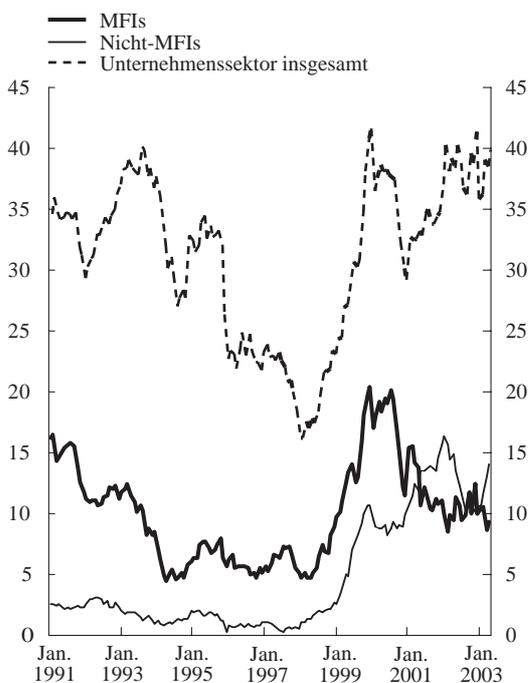


Quellen: EZB und BIZ.

Abbildung 5

Nettoabsatz von Anleihen im Euro-Währungsgebiet nach Emittentengruppen

(Mrd €, gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

den Vereinigten Staaten lediglich rund die Hälfte des Finanzierungsbedarfs der Unternehmen durch Kredite gedeckt wird.⁷ Es scheint daher Spielraum für einen weiteren Ausbau des Marktes für Unternehmensanleihen im Euroraum zu geben.

Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen

Im Jahr 2001 war der Nettoabsatz von Anleihen der Nicht-MFIs (d. h. nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) höher als bei Kreditinstituten (siehe Abbildung 5). Damit änderte sich die Emissionstätigkeit verglichen mit der jüngsten Vergangenheit merklich; bis Ende 2000 wurde das Gros der im Euroraum

⁷ Siehe B. N. Carnegie-Brown und M. King, *Development of the European Bond Markets*, in: *The transformation of the European financial system*, Second ECB Central Banking Conference, Oktober 2002.

emittierten Anleihen von gebietsansässigen MFIs begeben.

Der Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) bewirkte offenbar eine beträchtliche Zunahme der Verwendung von Anleiheemissionen zur Finanzierung sowohl finanzieller als auch nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften. Allerdings war der Anstieg auch auf andere, temporäre Faktoren wie Unternehmensumstrukturierungen und damit zusammenhängende Fusionen und Übernahmen sowie die Liberalisierung des Telekommunikationssektors zurückzuführen. Der Einfluss letzterer Faktoren schien 2001 etwas nachzulassen. Die Begebung von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor weitete sich zwar auch im Jahr 2002 aus, doch geschah dies in einem etwas verhalteneren Tempo, worin sich unter

anderem der geringere Finanzierungsbedarf infolge der schleppenden Konjunktur widerspiegelte.

In den letzten Jahren waren nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften eine treibende Kraft hinter der Emissionstätigkeit der Nicht-MFIs. Zwischen 1998 und 2002 belief sich die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs auf rund 34 % bei nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften und auf 12 % bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Der kräftige Anstieg der Emissionstätigkeit nichtmonetärer finanzieller Kapitalgesellschaften dürfte teilweise auf eine Verlagerung von Direktmissionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hin zur indirekten Begebung durch *spezielle Finanzierungsgesellschaften* (siehe Kasten) zurückzuführen gewesen sein.

Kasten

Verbriefung und die Tätigkeit spezieller Finanzierungsgesellschaften

Zu den auffälligsten Entwicklungen bei der Emission von Schuldverschreibungen zählte in den letzten Jahren die Tatsache, dass nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet eine deutlich wachsende Anzahl an Schuldverschreibungen begeben haben. Zu nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften zählen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie sonstige Finanzinstitute; für den Großteil ihres Wertpapierabsatzes zeichnen jedoch spezielle Finanzierungsgesellschaften verantwortlich. Darunter versteht man Institute, die sich mit der Abwicklung von Finanzaktivitäten beschäftigen und deren Hauptzweck darin besteht, im Namen von Dritten, etwa nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Kreditinstituten oder Investmentfonds, Mittel aufzunehmen. Diese Finanzierungsgesellschaften können sich im rechtlichen Eigentum des Unternehmens befinden, dem sie die Mittel zur Verfügung stellen. Es ist aber auch möglich, dass keine Kapitalverflechtungen mit diesem Unternehmen bestehen und die Finanzierungsgesellschaft zur Durchführung einer bestimmten Finanztransaktion gegründet wurde; in diesem Fall spricht man von einer Zweckgesellschaft (Special-Purpose Vehicle, SPV). SPVs dienen einzig und allein dazu, Mittel von Anlegern an Darlehensnehmer weiterzuleiten. Sie sind von vornherein von jeglichen Aktivitäten ausgeschlossen, die nicht mit der Transaktion, zu deren Durchführung sie gegründet wurden, in Zusammenhang stehen; ihre Aufgabe ist es, den Anleger gegenüber dem potenziellen Konkursrisiko des ursprünglichen Forderungsinhabers (Originator) zu immunisieren.

Im Euro-Währungsgebiet gab es solche Finanzierungsgesellschaften bis vor kurzem nur in einigen wenigen Ländern, vor allem in den Niederlanden, wo sie ihre Tätigkeit Ende der Siebzigerjahre aufnahmen.¹ Dabei handelte es sich ursprünglich normalerweise um Gesellschaften, die von gebietsfremden multinationalen Unternehmen in diesem Land gegründet wurden und deren Aufgabe ausschließlich darin bestand, Mittel aufzunehmen und sie innerhalb des eigenen Konzerns als Kredite zu vergeben oder zu investieren. Solche Unternehmen waren reine Holdinggesellschaften bzw. Gesellschaften zur Verwaltung von Lizenzen, Patenten oder Filmrechten. Als die Devisenverkehrsvorschriften für Finanzierungsunternehmen, die ausschließlich mit der Aufnahme von Mitteln und deren Anlage im Ausland befasst waren, gelockert wurden, konnten diese speziellen Finanzinstitute auch Mittel von nichtansässigen Anlegern außerhalb ihres jeweiligen Konzerns aufnehmen.

¹ Siehe *De Nederlandsche Bank, Statistical Bulletin, März 2000.*

Abbildung A: Entstehung eines mit Forderungsrechten besicherten Wertpapiers (Asset-Backed Security, ABS)



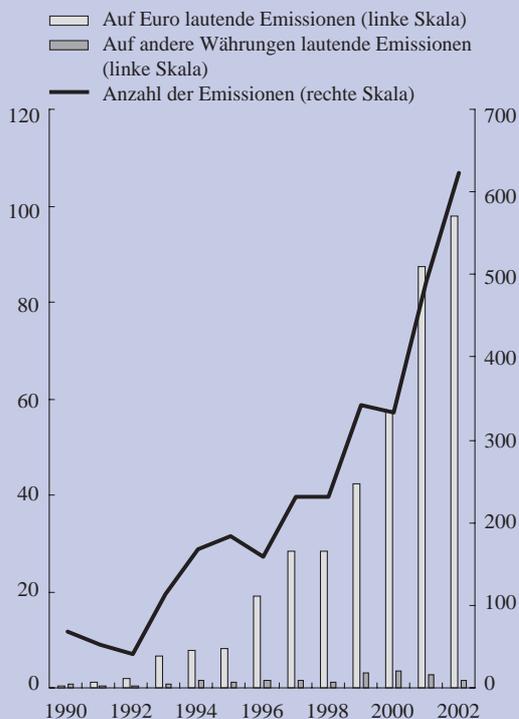
dieses Kaufs begibt die SPV – in manchen Fällen über eine Treuhandgesellschaft, deren Begünstigte in die Wertpapiere investiert haben – marktfähige Wertpapiere, die üblicherweise als mit Forderungsrechten besicherte Wertpapiere (Asset-Backed Securities, ABS) bezeichnet werden (siehe Abbildung A). Die Übertragung von Forderungen vom ursprünglichen Forderungsinhaber an die SPV ist generell als „echter Verkauf“ durchzuführen. Dies ist notwendig, um die Forderungen – nach dem Bankruptcy-Remote-Prinzip – aus der Konkurs- bzw. Insolvenzmasse des ursprünglichen Forderungsinhabers herauszulösen.

Als Methode zur Mittelbeschaffung bietet die Verbriefung dem ursprünglichen Forderungsinhaber eine Reihe von Vorteilen. Erstens ist Fremdfinanzierung für SPVs kostengünstiger, da diese im Normalfall eine höhere Bonität aufweisen als der ursprüngliche Forderungsinhaber. Durch die Abgrenzung der Forderungen vom Kreditrisiko des ursprünglichen Forderungsinhabers fällt die Risikoprämie, die Investoren für die Geldanlage in Asset-Backed Securities dieses Unternehmens verlangen, im Allgemeinen niedriger aus als bei Bankkrediten und an den herkömmlichen Fremdkapitalmärkten. Je nachdem, um welche Art von Transaktion und um welche Finanzaktiva es sich handelt, kann es notwendig sein, einen Pool von Forderungsrechten zum Zweck einer Kreditverbesserung durch eine oder mehrere Formen von Kredit- bzw. Liquiditätsunterstützung zu ergänzen. Diese Unterstützung kann aus internen Quellen oder, gegen Entrichtung einer Gebühr, durch Dritte erfolgen. Zweitens können auch Institutionen mit geringer Bonität bzw. gänzlich ohne eine Einschätzung der Kreditwürdigkeit (Rating) Zugang zu institutionellen Anlegern (darunter Banken, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) erlangen, deren Investitionstätigkeit sich oft zwangsläufig auf hochwertige, geratete Anleihen beschränkt. Drittens zielt die Verbriefung als außerbilanzielle Finanzierungsmethode auch darauf ab, den Verschuldungsgrad eines Unternehmens zu senken, indem Vermögenswerte verkauft und die Erträge etwa dazu genutzt werden, teurere langfristige Verbindlichkeiten zurückzuzahlen.

In jüngster Zeit stand die Tätigkeit der speziellen Finanzierungsgesellschaften in engem Zusammenhang mit der Entwicklung des Verbriefungsmarkts. Verbriefungen werden zum Teil von SPVs durchgeführt. Unter „Verbriefung“ versteht man die Umwandlung nicht marktfähiger Vermögenswerte in marktfähige Wertpapiere. Dabei wird aus Vermögenswerten wie Hypothekarkrediten, die bisher i. d. R. in den Kreditportfolios der Banken gehalten wurden, ein Wertpapierpaket geschnürt, das an Anleger verkauft werden kann. In diesem Zusammenhang umfasst die Verbriefung den Verkauf finanzieller Vermögenswerte durch den ursprünglichen Forderungsinhaber an eine gesonderte rechtliche Einheit, die SPV. Zur Finanzierung

Abbildung B: Volumen und Anzahl der Emissionen durch spezielle Finanzierungsgesellschaften¹⁾

(Mrd €)



Quelle: Dealogic Bondware.

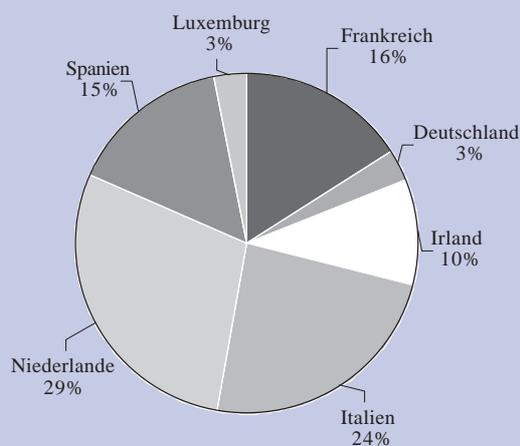
1) Zu speziellen Finanzierungsgesellschaften zählen nach der Definition von Dealogic Bondware SPVs sowie alle weiteren Arten von Financial Vehicle Corporations (FVC).

Die Emissionstätigkeit spezieller Finanzierungsgesellschaften hat sich gegen Ende der Neunzigerjahre parallel zur Euro-Einführung sehr schwungvoll entwickelt, wobei der Großteil der Emissionen durch Finanzinstitute, die in den Euro-Ländern rechtmäßig gegründet wurden, auf Euro lautet. Hinter der – sowohl im Hinblick auf die Anzahl der Emissionen als auch auf das Emissionsvolumen (siehe Abbildung B) – gesteigerten Emissionstätigkeit der speziellen Finanzierungsgesellschaften standen auch aufsichtsrechtliche Änderungen in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets.

Spezielle Finanzierungsgesellschaften werden normalerweise in Ländern errichtet, deren Rechtssysteme im Hinblick auf das Bankruptcy-Remote-Prinzip sowie auf Sicherheitsbestimmungen zum Anlegerschutz und die steuerliche Behandlung günstigere Bedingungen aufweisen. Im Euro-Währungsgebiet bot das niederländische Rechtssystem bislang die besten Voraussetzungen zur Errichtung spezieller Finanzierungsgesellschaften; so wurden in der Zeit von 1990 bis 2002 im Durchschnitt rund 30 % der Gesamtemissionen derartiger Gesellschaften in den Niederlanden getätigt. Andere Länder mit Rechtssystemen, die häufig zur Gründung spezieller Finanzierungsgesellschaften (insbesondere SPVs) genutzt werden, sind Irland, Italien und Luxemburg. Ferner können Verbriefungsgesellschaften, die derselben Rechtsordnung wie der ursprüngliche Kreditgeber angehören, in Spanien, Frankreich und Italien gegründet werden (siehe Abbildung C).

Abbildung C: Emissionstätigkeit der speziellen Finanzierungsgesellschaften¹⁾ nach Land des Emittenten

(in % der Gesamtsumme; Stand: Ende 2002)



Quelle: Dealogic Bondware.

1) Zu speziellen Finanzierungsgesellschaften zählen nach der Definition von Dealogic Bondware SPVs sowie alle weiteren Arten von Financial Vehicle Corporations (FVC).

Entwicklungen am Markt für Staatsanleihen

Staatsanleihen bilden das größte Segment des Anleihemarkts. Ihr Umlauf, der von 1998 bis 2000 nur langsam zugenommen hatte, belief sich Ende 2002 auf 54 % des BIP. In den Neunzigerjahren ging der Anteil der kurzfristigen Staatsschuldverschreibungen an den gesamten Schuldtiteln des Staates stetig zurück. Die im Vergleich zu den Jahren vor der dritten Stufe der WWU deutlich niedrigeren Langfristzinsen und das von Preisstabilität gekennzeichnete Umfeld schufen Anreize für die Regierungen im Euroraum, die durchschnittliche Laufzeit ihrer Schuldtitel zu verlängern und dabei von dem flacheren Verlauf der Zinsstrukturkurve zu profitieren. Der Anpassungsprozess dürfte Ende der Neunzigerjahre zum Stillstand gekommen sein, da der Absatz kurzfristiger Staatsschuldverschreibungen 2001 und 2002 wieder zunahm. Darin spiegelten

sich zum Teil die Konjunkturertrübung und der sich hieraus ergebende Anstieg des staatlichen Finanzierungsbedarfs sowie das niedrige Niveau der Kurzfristzinsen, das sich kurzfristig günstig auf die Haushaltssalden auswirkte, wider.

Die Anleihenfinanzierung des Staates hat in den vergangenen Jahren grundlegende Änderungen erfahren. Durch die Einführung der Gemeinschaftswährung kam es zu verstärktem Wettbewerb zwischen den öffentlichen Schuldenverwaltungen, da sich die Transparenz und Liquidität sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt erhöhten. Gleichzeitig wurden durch aufsichtsrechtliche Änderungen für bestimmte Kategorien institutioneller Anleger die Vorschriften für Auslandsanlagen gelockert, sodass diese nun eine Diversifizierung ihrer Finanzportefolles im Ausland vornehmen konnten. Durch den

Wegfall des Wechselkursrisikos im Euro-Währungsgebiet verringerte sich die Präferenz der Anleger für Investitionen im Heimatland (Home Bias) deutlich. So ging der Anteil der von Inländern gehaltenen staatlichen Schuldtitel am Gesamtbestand der Staatsanleihen im Euroraum von 73 % im Jahr 1998 auf 63 % im Jahr 2002 zurück. Verglichen mit der Zeit vor Beginn der dritten Stufe der WWU hat sich das Volumen der einzelnen Neuemissionen generell erhöht, da die Regierungen daran interessiert sind, für eine hohe Liquidität der Märkte zu sorgen und auf Handelsplattformen Fuß zu fassen. Durch die Verwendung elektronischer Handelssysteme am Sekundärmarkt haben sich die Effizienz und die Liquidität erhöht und damit die Finanzierungskosten der Emittenten insgesamt verringert.

Beim Schuldenmanagement gab es eine Reihe bedeutender Innovationen. Im Euroraum wird in diesem Zusammenhang zunehmend von Zinsswaps Gebrauch gemacht, die eine höhere Flexibilität beim aktiven Management der staatlichen Verbindlichkeiten bieten, ohne das Emissionsvolumen am Markt zu beeinflussen. Das Engagement der Regierungen an den Swapmärkten hat diese aufgrund der umfangreichen Transaktionsvolumina beeinflusst und sorgte bei den Euro-Swaps tendenziell für eine Begrenzung der Ankaufs-Verkaufsdifferenz nach oben.⁸ Eine weitere wichtige Neuerung war die Begebung indexierter Anleihen. Das französische Schatzamt begab im Oktober 2001 erstmals an den HVPI ohne Tabakwaren des Eurogebiets gekoppelte Anleihen. Die griechische Regierung emittiert solche Anleihen seit März 2003 und die italienische Regierung seit September 2003. Diese Finanzinstrumente sind für Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen von besonderem Interesse, da deren langfristige Verbindlichkeiten häufig an die nominale Preisentwicklung gekoppelt sind. Dem französischen Schatzamt zufolge erwarben Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen etwa 18 % der ersten Emission indexierter französischer Anleihen.

Eine größere Zahl an Ländern und Gemeinden emittiert Anleihen, um ihren Finanzierungsbedarf zu decken, und nutzt damit den Zugang zu einer breiteren Anlegerbasis. In manchen Staaten trugen regulatorische Änderungen zu dieser Entwicklung bei, ebenso wie die ungünstigere Haushaltsentwicklung und der aus diesem Grund gestiegene Finanzierungsbedarf dieser Gebietskörperschaften. Trotz des in den vergangenen Jahren kräftigen Wachstums der Begebung von Schuldverschreibungen auf Länder- und Gemeindeebene fallen diese nicht stark ins Gewicht – der Gesamtumlauf dieser Papiere machte Ende 2002 nur rund 4 % der insgesamt im Euroraum begebenen Staatsschuldverschreibungen aus. Außerdem ist die Emission dieser Schuldverschreibungen auf einige wenige Euro-Länder begrenzt.

Der Aktienmarkt

Die Entwicklung des Umlaufs börsennotierter Aktien im Euro-Währungsgebiet folgte weitgehend den Kursschwankungen am Aktienmarkt. Der von den nichtfinanziellen Sektoren gehaltene Bestand an börsennotierten Aktien belief sich Ende 2001 auf 64 % des BIP und lag Ende 2002 nur noch bei 49 % des BIP. Zwischen 1995 und 2000 war er angesichts der günstigen Aktienkursentwicklung stetig angestiegen. Im Jahr 2001 kehrte sich dieser Trend allerdings um und war das gesamte Jahr 2002 hindurch rückläufig, da die Aktienkurse das dritte Jahr in Folge nachgaben. Dieser anhaltende Kursrückgang führte zu einem starken Einbruch des Bestands an börsennotierten Aktien, während der Bestand an Investmentzertifikaten nahezu unverändert blieb.

Die Marktkapitalisierung der Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet belief sich Ende 2002 auf 47 % des BIP (siehe Tabelle 3) gegenüber einem Höchststand von 88 % des BIP im Jahr 1999. Der Rückgang spiegelt insbesondere den Verfall der Aktienkurse wider, aber auch

⁸ Siehe E. Remolona und P. D. Wooldridge, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2003.

Tabelle 3**Merkmale und Entwicklung des Aktienmarkts im Euro-Währungsgebiet**

	1998	1999	2000	2001	2002
Anzahl der börsennotierten Unternehmen	3 870	-	5 103	5 910	5 787
Anzahl der Erstnotierungen	635	937	929	820	590
Marktkapitalisierung der börsennotierten inländischen Aktien (Mrd €)	3 625	5 430	5 646	4 942	3 324
Marktkapitalisierung der börsennotierten inländischen Aktien (in % des BIP)	61	88	87	72	47
Bruttokapitalaufnahme inländischer Unternehmen durch börsennotierte Aktien (Mrd €)	120	186	277	144	73
Konzentration (prozentualer Anteil der zehn bedeutendsten Unternehmen an der Marktkapitalisierung insgesamt)	62	68	67	62	59

Quellen: EZB (Report on financial structures), World Federation of Exchanges und Comisión Nacional del Mercado de Valores.

die Aufhebung von Börsennotierungen (Delisting), denn die Zahl der notierten Unternehmen ging zwischen Ende 2001 und Ende 2002 um 2 % zurück.

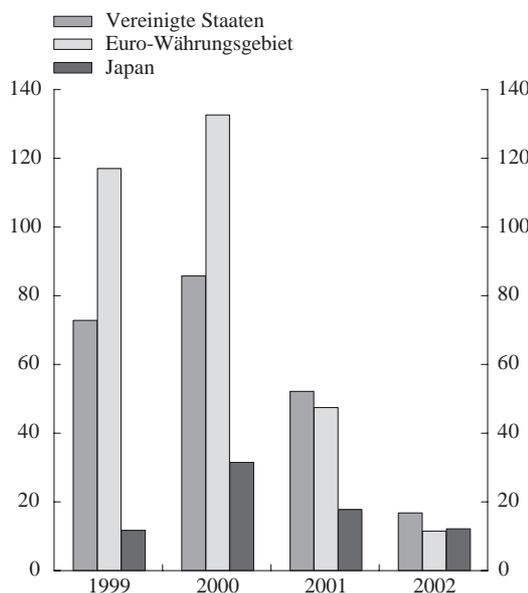
Infolge der Aktienmarktentwicklung in den Jahren 2001 und 2002 wurde die Aktienfinanzierung für die Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu einer kostspieligen Option. Sowohl Kapitalerhöhungen als auch Erstemissionen waren

rückläufig. Das Kapital, das inländische Unternehmen im Jahr 2001 durch die Ausgabe von Aktien an geregelten Börsen neu aufnahmen, belief sich nur noch auf ungefähr die Hälfte des ein Jahr zuvor verzeichneten Betrags und ging im Jahr 2002 noch weiter zurück. Dies spiegelte sich auch in dem gegenüber den Vorjahren starken Einbruch der Anzahl und des Volumens der Erstemissionen im Euroraum in den Jahren 2001 und 2002 wider.⁹ Ähnliche Entwicklungen waren an den Primärmärkten in den Vereinigten Staaten und Japan zu beobachten (siehe Abbildung 6).

Die reduzierten Möglichkeiten der Kapitalaufnahme am Aktienmarkt wirkten sich erheblich auf die Finanzierungsoptionen der zur so genannten „New Economy“ zählenden Unternehmen aus, die in der Regel nicht über Vermögenswerte zur Besicherung von Krediten verfügen. Die Handelstätigkeit an den „parallelen Märkten“, die Ende 2000 eine Blütezeit erlebt hatten, ging beträchtlich zurück. (Bei diesen Märkten handelt es sich vor allem um die Neuen Märkte, die zwischen 1996 und 2000 geschaffen wurden und sich auf den Handel mit Beteiligungen an Technologiefirmen oder Unternehmen mit niedriger Eigenkapitalausstattung spezialisierten.) Die Marktkapitalisierung dieser Parallelmärkte, die Ende 2000 rund 3 % des BIP ausmachte, verringerte sich zwischen Ende 2000 und Ende

Abbildung 6**Kurswert der Erstemissionen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan**

(Mrd €)



Quelle: Dealogic Bondware.

⁹ Siehe auch den Kasten „Jüngste Entwicklungen bei der Aktienemission im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom März 2003, S. 25.

2002 um 78 %. In diesem Zeitraum belief sich das an diesen Märkten neu aufgenommene Kapital auf praktisch Null. Der Neue Markt in Deutschland wurde Anfang 2003 schließlich geschlossen.

Seit Beginn der Neunzigerjahre stand die Aktienmarktentwicklung unter dem Einfluss mehrerer Trends. Alternative Handelssysteme, die über Netzwerke (z. B. das Internet) agieren, entstanden parallel zu den traditionellen Handelsplätzen. Die elektronischen Handelssysteme bieten Vorteile wie beispielsweise die Möglichkeit des grenzüberschreitenden Handels und niedrigere Transaktionskosten. Schienen die Wertpapierbörsen nach der Einführung des Euro ganz im Zeichen der Spezialisierung und Segmentie-

rung zu stehen, deuten die jüngsten Entwicklungen auf eine Konsolidierung, womöglich aufgrund des verschärften Wettbewerbs, hin.

Die Globalisierung der Finanzmärkte und Marktgeschäfte hat ebenfalls zu wichtigen Entwicklungen im Wertpapierclearing- und -abwicklungsgeschäft des Euro-Währungsgebiets geführt. Hier gab es bereits einige Konsolidierungen. Dennoch operieren in Europa nach wie vor viele unterschiedliche Systeme. Die derzeitige Struktur lässt offenbar Spielraum für weitere Konsolidierungs- und Harmonisierungsmaßnahmen, die möglicherweise erhebliche Einsparungen für die Endnutzer mit sich bringen (siehe auch den Artikel „Die Integration der europäischen Finanzmärkte“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts).

4 Schlussbemerkungen

Das Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets ist ein gut entwickeltes System, bei dem über Finanzintermediäre gehandelte und direkt über den Markt gehandelte Finanzinstrumente weitgehend gleich wichtig sind. Daher ist es zwischen dem eher marktorientierten Finanzsystem der Vereinigten Staaten und dem eher banklastigen japanischen Finanzsystem einzuordnen. Seit Ende der Neunzigerjahre stützt sich das System weniger auf die herkömmliche Mittlertätigkeit von Banken im Kredit- und Einlagengeschäft, sondern eher auf andere, neu entstandene Arten von Finanzintermediären, da die Anleger vermehrt in langfristige Sparmöglichkeiten und direkt in Wertpapiere investieren. Der Boom an den Aktienmärkten Ende der Neunzigerjahre übte einen großen Einfluss auf das Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets aus, indem er einige der allgemeinen Entwicklungen verstärkte, z. B. die Zunahme der Aktienbestände der privaten Haushalte und Unternehmen. Gleichzeitig florierte der Markt für Unternehmens-

anleihen, was auf mehrere befristete Faktoren zurückzuführen war. Der Anleihemarkt befindet sich immer noch im Entwicklungsprozess, da die Unternehmen die Gelegenheit nutzen, im gesamten Euroraum Anleihen zu begeben. Zudem hatte die Einführung der Gemeinschaftswährung eine Konsolidierung der Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets zur Folge. Während die Korrektur der Aktienkurse und die allgemeinen Turbulenzen an den Finanzmärkten zu einer Mäßigung des längerfristigen Trends führten, gibt es eine deutliche Bewegung hin zu einem vollständigeren Finanzsystem im Euroraum. Die zunehmende Bedeutung von Nichtbanken als Finanzintermediäre, die Entstehung eines bedeutenden Marktes für Unternehmensanleihen und der Konsolidierungs- und Innovationsprozess an den Aktienmärkten haben die Finanzmärkte vertieft und das Finanzsystem erweitert und damit den Weg für eine verbesserte Allokation von Kapital im Euroraum geebnet.

Die Integration der europäischen Finanzmärkte

Der vorliegende Artikel gibt einen Überblick über die fortschreitende Integration des Wholesale-Bereichs der europäischen Finanzmärkte und erläutert das Interesse der EZB an diesem Prozess. Finanzintegration kann als ein Zustand definiert werden, in dem es keinerlei Hemmnisse gibt, die dazu führen, dass Wirtschaftsakteure insbesondere aufgrund ihres Standorts unterschiedlichen Zugang zu Kapital und Kapitalanlagemöglichkeiten haben. Finanzintegration beinhaltet die Beseitigung von Hindernissen, die der optimalen Nutzung von Netzwerkexternalitäten und Skalen- bzw. Verbundvorteilen, die ein breiter Markt seinen Teilnehmern bietet, entgegenstehen, sowie die Entwicklung von gemeinsamen Regeln, Verfahren und Standards, die für alle Marktakteure und Dienstleister gelten. Integration kann durch ein effizientes Zusammenspiel von Marktkräften, kollektivem Handeln der Marktgemeinschaft zur Lösung von Koordinationsproblemen und öffentlichem Handeln gefördert werden. Eine Analyse des aktuellen Stands der Integration der Märkte im Euroraum, insbesondere anhand quantitativer Indikatoren, ergibt ein heterogenes Bild, wobei die Integration nur in einigen wenigen Marktsegmenten vollzogen ist. Diese Segmente sind durch standardisierte Produkte, harmonisierte Regeln und Verfahren und eine gemeinsame Infrastruktur gekennzeichnet. Weitere Integrationsfortschritte erfordern ein klares Bekenntnis der EU und der nationalen Behörden. Die EZB hält es außerdem für erforderlich, dass die öffentlichen Verwaltungen kollektives Handeln im privaten Sektor auf EU-Ebene fördern, um Koordinationsprobleme zu überwinden, die die Integration im Finanzbereich behindern. Die EZB unterstützt mehrere solcher Initiativen und beabsichtigt, im Rahmen ihrer Möglichkeiten und Zuständigkeit auch künftige Initiativen zu unterstützen.

I Einleitung

Die Schaffung eines Binnenmarkts für Waren und Dienstleistungen, Arbeit und Kapital ist ein grundlegendes Ziel der EU und war ein wesentliches Motiv für ihre Gründung. Seit der ersten Erklärung im Römischen Vertrag von 1957 wurde mit der Verabschiedung des Binnenmarktprogramms im Jahr 1985 sowie in Bezug auf den Finanzbereich mit der anschließenden vollständigen Liberalisierung der Kapitalströme stetig auf dieses Ziel hingearbeitet. Die Einführung des Euro wirkt durch die Beseitigung der größten Hürde für grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen als kraftvoller Katalysator für die Schaffung eines integrierten Finanzmarkts. Gleichzeitig hat sie den Blick für weitere noch bestehende Hindernisse für einen wirklich integrierten Finanzmarkt und die Notwendigkeit, diese aus dem Weg zu räumen, geschärft. Deshalb verabschiedete die Europäische Kommission im Frühjahr 1999 einen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan, FSAP), in dem eine Reihe von legislativen und sonstigen Maßnahmen zur Etablierung eines gemeinsamen Großkundenmarkts für Finanzdienstleistungen, offener und sicherer Privatkundenmärkte und moderner Aufsichtsregeln und Beaufsichtigungsverfahren

aufgeführt sind. Die hohe Priorität, die die politischen Instanzen der EU der Finanzmarktintegration einräumen, wurde von den Staats- und Regierungschefs bei den Treffen des Europäischen Rats in Lissabon (März 2000) und Stockholm (März 2001) unterstrichen. Der Europäische Rat forderte seinerzeit die vollständige Umsetzung des FSAP bis 2005. Alle Beteiligten sollten sich nach Kräften bemühen, bis Ende 2003 einen integrierten Wertpapiermarkt zu errichten und zu diesem Zweck der im Plan vorgesehenen Wertpapiermarktgesetzgebung Vorrang einräumen. Zugleich wurden zahlreiche andere Initiativen sowohl seitens des öffentlichen als auch des privaten Sektors angestoßen, die durchweg die Vollendung der Finanzmarktintegration zum Ziel hatten.

Dieser Aufsatz gibt einen Überblick über die fortschreitende Integration im Wholesale-Bereich der europäischen Finanzmärkte. In Abschnitt 2 wird der Begriff der Finanzintegration im Kontext der EU und des Euro-Währungsgebiets definiert. In Abschnitt 3 werden die drei Haupttriebfedern des Integrationsprozesses und die Rolle der verschiedenen an diesem Prozess beteiligten Par-

teilen unter besonderer Berücksichtigung der sich ergänzenden Beiträge des öffentlichen und des privaten Sektors beschrieben. Abschnitt 4 geht näher auf das Interesse der Europäischen Zentralbank an der vollständigen Integration der europäischen Finanz-

märkte und ihre Rolle dabei ein. In Abschnitt 5 wird der gegenwärtige Stand der Integration untersucht, und es werden einige aktuelle Initiativen und Herausforderungen, die für den gesamten Integrationsprozess repräsentativ sind, erläutert.

2 Definition von Finanzintegration im europäischen Kontext

Finanzintegration kann als Zustand definiert werden, in dem es keinerlei Hemmnisse gibt, die dazu führen, dass Wirtschaftsakteure insbesondere aufgrund ihres Standorts unterschiedlichen Zugang zu Kapital und Kapitalanlagemöglichkeiten haben.

Grundlegendes Ziel einer Förderung der Finanzmarktintegration wie auch der Binnenmarktpolitik insgesamt ist es, zu einer effizienten Allokation und anschließenden Verwendung der Ressourcen, die der europäischen Volkswirtschaft zur Verfügung stehen, beizutragen. Finanzintegration muss daher letztlich vor dem Hintergrund dieser Zielsetzung gesehen und daran gemessen werden. Die finanzielle Integration hat beträchtliche Auswirkungen auf die Funktionen der Finanzmärkte, etwa die zeitliche und räumliche Ressourcenallokation, die Informationsbereitstellung und Anreizsetzung, die Möglichkeiten zum Risikomanagement und zur Zusammenführung von Ressourcen, aber auch auf die Verrechnung und Abwicklung von Zahlungen und Wertpapiergeschäften. Durch die Erfüllung dieser Aufgaben bieten die Märkte signifikante Netzwerkvorteile, aber auch die Chance großer Skalen- und Verbundeffekte. Zweck der Integrationsförderung ist die Nutzung dieser Vorteile. Gemäß den Schlussfolgerungen des Treffens des Europäischen Rats in Lissabon sollte die Integration insbesondere dem Unternehmenssektor dienen und den Wettbewerb wie auch die Innovationen beflügeln.

Das optimale Integrationsniveau ist dann erreicht, wenn bei einer weiteren Marktconsolidierung oder -konzentration die Integrationsvorteile weniger stark ins Gewicht fallen würden als der Verlust an Chancen, vor allem zur Risikostreuung, oder die Märkte ihre Wettbewerbsfähigkeit einbüßen würden.

Wie von A. Lamfalussy im ersten Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte (November 2000) erwähnt, ist der Aufbau eines offenen europäischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkts die logische und notwendige Ergänzung zum Euro. Die erwarteten Vorteile der Finanzintegration in der EU erfordern die Beseitigung der durch unnötige Unterschiede in den verschiedenen Rechtsordnungen der EU entstandenen Barrieren und Hindernisse, die nach wie vor eine Ursache der Marktsegmentierung sind: die Vielfalt der Rechtssysteme in den Mitgliedstaaten, die Uneinheitlichkeit der geltenden Rechtsvorschriften und Steuersysteme sowie kulturelle Unterschiede.

Im Kontext der EU betrifft ein anderer relevanter Aspekt der Definition von Finanzintegration die geltenden Grenzen. Insoweit als das Ziel der finanziellen Integration ein Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen ist, sollte dessen geographische Ausdehnung letztlich die gesamte EU umfassen. Dies ist besonders für eine erweiterte EU, die ab 2004 zehn neue Mitgliedstaaten haben wird, von Bedeutung. Da für diese Länder eine Ausnahmeregelung gilt und sie den Euro nicht sofort nach ihrem Beitritt einführen werden, behalten sie ihre Hoheitsrechte im Bereich der Geldpolitik. Die geographische Erweiterung des gemeinsamen Finanzmarkts wird jedoch dessen wirtschaftlichen Nutzen erhöhen, und daher liegt es – wie die Kommission in ihrem letzten FSAP-Fortschrittsbericht vom Juni 2003 hervorhob – im Interesse aller, dass diese neuen zusätzlichen Märkte reibungslos in das Regulierungssystem der EU einbezogen werden.

Zugleich muss man sich im Klaren darüber sein, dass der vielleicht wichtigste definitorische Aspekt eines jeden Finanzsystems – quasi das verbindende Element, das es erlaubt, den gesamten Finanzsektor als „System“ zu bezeichnen – die ihm zugrunde liegende Währung ist. Die natürliche Grenze für die Integration des Finanzsystems bildet also entweder das Eurogebiet, sofern die Lokalisierung

eine Rolle spielt (es also um den Markt für das Privatkundengeschäft geht), oder es sind die Euro-Finanzmärkte (also die Großkundenmärkte). Bis alle EU-Mitgliedstaaten den Euro eingeführt haben, ist im Rahmen der Ziele und Grundsätze des EG-Vertrags von Fall zu Fall zu beurteilen, bis zu welchem Grad die Integration in den einzelnen Marktsegmenten vorangetrieben werden sollte.

3 Die drei Haupttriebfedern der Integration

In Beschreibungen des laufenden Prozesses der Integration der europäischen Finanzmärkte werden häufig vor allem die Aktionen der öffentlichen Institutionen, insbesondere in Form von Gesetzgebung und Regulierung, hervorgehoben. Dies ist legitim, weil eine umfassende EU-Rahmengesetzgebung für den Finanzsektor aufgebaut werden muss, in der effektive Binnenmarktfreiheiten und einheitliche Regulierungsziele in auf Grundsätzen basierenden Regeln verankert werden. Dabei sollte allerdings nicht übersehen werden, dass das legislative und regulatorische Umfeld des Finanzsystems zwar die notwendigen Voraussetzungen für die finanzielle Integration und Entwicklung schafft, die Marktteilnehmer selbst aber ebenfalls zur Errichtung und Entwicklung des Binnenmarkts beitragen, indem sie – individuell und kollektiv – die Chancen nutzen, die dieser ihnen eröffnet. Die komplementäre Rolle der Aktionen des öffentlichen und des privaten Sektors in diesem Prozess lässt sich besser verdeutlichen, wenn man drei Gruppen von Nutznießern der Marktintegration und die entsprechenden drei Arten von zur Integration beitragenden Aktionen unterscheidet. Erstens kann sich jeder Marktteilnehmer Vorteile von der Integration erhoffen, beispielsweise durch die Möglichkeit, Konkurrenten Marktanteile abzunehmen oder eine breitere Palette von Finanzprodukten einzuführen bzw. zur Verfügung zu haben, ohne grenzüberschreitend agieren zu müssen. Integration kann also von der Entfaltung der Marktkräfte ausgehen. Zweitens nutzt die Integration der Gemeinschaft der

Marktteilnehmer insgesamt, etwa durch größere Markttiefe und -liquidität, und sollte deshalb durch kollektives Handeln der Finanzgemeinschaft gefördert werden. Schließlich profitiert die Wirtschaft als Ganzes von der Integration, insbesondere durch die vom Finanzsektor auf den Nicht-Finanzsektor ausgehenden externen Effekte, und folglich kann die Integration durch Aktionen des öffentlichen Sektors gefördert werden. In der Praxis ist für das Erreichen eines optimalen Integrationsniveaus ein wirksames Wechselspiel zwischen Marktkräften, kollektivem Handeln und öffentlichem Handeln und damit auch zwischen den verschiedenen Beteiligten erforderlich.

Marktkräfte

Gemäß dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb ist die Entfaltung der Marktkräfte die stärkste Triebfeder der finanziellen Integration und sollte dies auch sein. Wie schon erwähnt, sind die Marktnutzer die wichtigsten und hauptsächlichsten Begünstigten der Finanzintegration. Sie profitieren direkt von den niedrigeren Intermediationskosten, die der verstärkte Wettbewerb mit sich bringt. Daneben erhalten sie Zugang zu einer breiteren Palette von Finanzinstrumenten und zu vielfältigeren Möglichkeiten der Portfoliodiversifikation. Finanzdienstleister können außerdem die potenziellen Skalen- und Verbundeffekte ausschöpfen, die ein größerer Markt bietet.

Da die einzelnen Marktteilnehmer die unmittelbaren Gewinner der Finanzintegration sind, und unter der Annahme, dass die Anreize für sie richtig gesetzt sind, müsste die Entfaltung der Marktkräfte zur Beseitigung von Ineffizienzen, das heißt in diesem Fall der Marktsegmentierung, führen. Als Beispiel für eine den Marktkräften zu verdankende teilweise Integration kann die Optimierung der Emissionsverfahren für Staatsschuldverschreibungen durch die Schuldenverwaltungen angeführt werden, die miteinander um das in einen gemeinsamen Topf wandern- de Sparaufkommen konkurrieren.

Als ein weiteres Beispiel für eine durch den Markt bewirkte Integration kann die Konsolidierungswelle, insbesondere in Form von Fusionen im Bereich der Marktinfrastruktur, unter anderem bei Börsen, Clearinghäusern und Wertpapierabwicklungssystemen, gelten. Ausschlaggebend hierfür sind vor allem Bestrebungen, von den potenziell vorhandenen Skalen- und Verbundvorteilen eines breiteren Marktes Gebrauch zu machen. In diesem Zusammenhang ist hervorzuheben, dass die Marktkräfte die Integration nur dann wirksam fördern können, wenn einer grenzüberschreitenden Konsolidierung von Finanzdienstleistern, der Herausbildung eines Marktes für Unternehmenskontrolle oder der allgemeinen Verfügbarkeit ähnlicher Finanzprodukte im gesamten Wirtschaftsraum keine legislativen oder regulatorischen Hindernisse im Wege stehen. Dies ist eine notwendige Voraussetzung, wenn europaweit tätige Finanzdienstleister in der Lage sein sollen, sich in allen Finanzbereichen zu etablieren.

Kollektives Handeln

In manchen Fällen können die Marktkräfte allein Ineffizienzen allerdings nicht beseitigen. Wenn die Anreize für Marktteilnehmer nicht richtig abgestimmt sind, kommt es zu Koordinationsproblemen. Dann kann es vorkommen, dass es den Marktkräften nicht gelingt, die finanzielle Integration voranzubringen oder zu einem optimalen Ergebnis zu

führen. Kollektives Handeln ist daher notwendig, um ein für die gesamte Marktgemeinschaft optimales Ergebnis zu erzielen.

Die Tatsache, dass kollektives Handeln zur Ergänzung und Vergrößerung der Marktfreiheit häufig unverzichtbar ist, dürfte mit der großen Bedeutung der Netzwerkvorteile im Finanzsystem zusammenhängen. Je mehr Teilnehmer einen bestimmten Markt nutzen, desto größere Vorteile bietet er ihnen. Zu diesen Vorteilen zählen eine größere Markttiefe und -liquidität und verringerte Transaktionskosten, aber auch einfachere und effektivere Möglichkeiten des Risikomanagements. Vor diesem Hintergrund kann die Koordination von Marktteilnehmern beispielsweise durch Vereinbarungen über Standardausstattungsmerkmale von Finanzinstrumenten, die Festlegung einheitlicher Verfahren und Konventionen oder die Einführung von Referenzindizes einzigartige Vorteile bieten.

Ausgeprägte Netzwerkexternalitäten können allerdings paradoxerweise den Effekt haben, dass sie den Integrationsprozess des europäischen Finanzsystems bremsen. Oft sind sie mit hohen Umstellungskosten verbunden, die durch den Wechsel von einer Art von Organisation, Verfahren, Konventionen, Regeln oder Infrastruktur zu einer anderen verursacht werden. In Europa haben sich die nationalen Märkte im Laufe von Jahrzehnten entwickelt, wobei sich eigene koordinierte Regelungen und eigene nationale Netzwerkexternalitäten herausgebildet haben. Teilnehmern der nationalen Märkte entstehen – zumindest kurzfristig – durch die Umstellung auf einen europaweiten Markt Kosten, die die Transformation von einem europäischen Nebeneinander nationaler Systeme zu einem einzigen wirklich integrierten System verzögern können, sofern die langfristigen Vorteile einer solchen Umstellung nicht klar auf der Hand liegen.

Eine effektive marktgetriebene Integration bedarf neuer koordinierter Regelungen, die darauf abzielen, die Umstellungskosten zu senken und die sich aus dem breiteren Markt ergebenden Netzwerkexternalitäten zu ma-

ximieren. Hierfür wiederum sind Foren, insbesondere europaweit tätige Wirtschaftsverbände in allen Segmenten des Finanzsystems, erforderlich, in denen die Koordination stattfinden kann.

In der Praxis wurden dort, wo es zu marktweitem kollektivem Handeln kam, beträchtliche Vorteile erzielt. Marktkonventionen tragen zur Harmonisierung der Marktusancen in der EU bei. Im Jahr 1998 wurden durch eine Reihe von Marktkonventionen, an denen mehrere Marktorganisationen mitgewirkt haben, die Voraussetzungen für eine grundlegende Integration der Wholesale-Märkte bei Einführung der gemeinsamen Währung geschaffen. Hierzu gehörten Regeln in Bezug auf den neuen Basis-Referenzzinssatz EURIBOR („Euro interbank offered rate“, der Satz, zu dem Einlagen mit festgelegter Laufzeit unter erstklassigen Banken angeboten werden und der um 11 Uhr MEZ ermittelt wird). Im Zuge einer ähnlichen Initiative wurde mit dem EONIA („euro overnight index average“), einem als Durchschnittssatz berechneten Tagesgeldsatz für unbesicherte Ausleihungen im Interbankengeschäft, ein weiterer Basis-Referenzzinssatz eingeführt. Seit kurzem steht dem Markt als Ergebnis einer weiteren Marktkonvention noch ein weiterer Referenzzinssatz, der EUREPO, zur Verfügung. Dies ist der Satz, zu dem erstklassige Banken untereinander durch refinanzierungsfähige Aktiva besicherte Geldmarktgeschäfte abschließen.

Öffentliches Handeln

Die Finanzintegration nutzt zwar in erster Linie der Marktgemeinschaft, sie hat aber darüber hinaus sehr viel weiter reichende Wirkungen. Sie kann insbesondere den Entwicklungsstand der Finanzmärkte des betreffenden Wirtschaftsraums anheben und über diesen Transmissionskanal ein höheres nachhaltiges inflationsfreies Wachstum erzeugen. Die Kausalbeziehung zwischen finanzieller Entwicklung und wirtschaftlichem Wachstum ist sowohl durch theoretische als auch empirische Studien gut fundiert. Die Integra-

tion der Finanzmärkte kann unter anderem dadurch einen höheren Entwicklungsstand des Finanzsystems herbeiführen, dass sie zu mehr Innovationen anregt, weil die mit der Innovation verbundenen Investitionskosten durch die Skaleneffekte des größeren Marktes leichter wieder hereingeholt werden können. Generell eröffnet die Integration neue Möglichkeiten der regionalen Risikoverteilung, die – wie kürzlich durchgeführte empirische Untersuchungen ergeben haben – die Spezialisierung der Produktion fördern kann, ein Faktor, der selbst für sich genommen zu höherem Potenzialwachstum führt.

Finanzintegration kann die Art der Risiken für das Finanzsystem und die Wirtschaft insgesamt verändern. Der Integrationsprozess bringt in der Regel strukturelle Veränderungen mit sich, die eine Umverteilung von (insbesondere systemischen) Risiken und eine Rekonfiguration der Übertragungskanäle zur Folge haben können. Dies bedeutet, dass öffentliche Stellen, vor allem die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden der EU, Mechanismen zur Beobachtung und Analyse dieser Entwicklungen einrichten müssen, um zu einem besseren Verständnis der veränderten Systemrisiken zu gelangen. Aus diesem Grund hat der Ausschuss für Bankenaufsicht des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) einen Rahmen für die makroprudenzielle Analyse geschaffen, die sich eingehender mit der Stabilität des Bankensektors befasst. Es werden regelmäßig halbjährliche interne makroprudenzielle Berichte sowie Ad-hoc-Berichte zu wichtigen Fragen (etwa der Entwicklung des Liquiditätsprofils und -managements der Banken) erstellt, von denen mehrere veröffentlicht wurden.

Die allgegenwärtigen Auswirkungen der Finanzintegration auf die Gesamtwirtschaft können die Einflussnahme öffentlicher Stellen rechtfertigen, um auf ein optimales Ergebnis der Integration hinzuwirken, zum Beispiel wenn ein öffentliches Gut nicht privat angeboten werden kann oder ein Markt oder die Koordination nicht funktionieren. In beiden Fällen reichen weder die Marktkräfte allein noch kollektives Handeln im privaten Sektor

aus, um das gewünschte Integrationsniveau zu erreichen.

Vor diesem Hintergrund können öffentliche Stellen auf vielerlei Weise aktiv werden. Sie können kollektives Handeln durch ihre Katalysator- oder Vermittlerfunktion fördern und dazu beitragen, Koordinationsprobleme zu überwinden (ein Beispiel ist die Neutralität der EZB bei der Feststellung des EONIA-Satzes als Dienstleistung für den Bankensektor). Sie können direkt intervenieren, wie zum Beispiel bei der Entwicklung von TARGET (dem vom ESZB betriebenen EU-weiten Großbetragszahlungssystem), das unter anderem wesentlich zur Schaffung eines vollständig integrierten Interbankenmarkts für die Zentralbankguthaben der Banken zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) beitrug.

Eine exklusive und wesentliche Aufgabe öffentlicher Stellen bleibt jedoch die Setzung eines angemessenen legislativen und

regulatorischen Rahmens, der die Freiheit des Binnenmarkts und Stabilität gewährleistet. Diese Aufgabe ist nicht zu unterschätzen, denn Finanzmärkte und Finanzdienstleistungen sind stark reguliert; die Marktkräfte und kollektives Handeln können daher nur dann Erfolge zeitigen, wenn der rechtliche und regulatorische Rahmen den Weg hierfür geebnet hat, und zwar nicht nur durch die Beseitigung von Hindernissen, sondern auch durch die Festlegung gemeinsamer Grundregeln. Der eingangs beschriebene FSAP der Europäischen Kommission ist das bisher wichtigste Element dieses Rahmenwerks und hat das Ziel, zur Schaffung eines Wholesale-Binnenmarkts sowie eines offenen und sicheren Marktes für das Privatkundengeschäft beizutragen. Da die meisten im FSAP aufgeführten Maßnahmen bereits beschlossen wurden oder dies voraussichtlich in Kürze geschieht, rücken nun deren vollständige und konsequente Umsetzung sowie die Beobachtung ihrer Auswirkungen allmählich stärker in den Vordergrund.

4 Das Interesse der EZB an einem vollständig integrierten europäischen Finanzsystem

Gründe für dieses Interesse

Bei der Integration der europäischen Finanzmärkte handelt es sich um ein wirtschaftspolitisches Ziel mit hoher politischer Priorität, das vom Europäischen Rat bei verschiedenen Anlässen immer wieder bestätigt wurde. Die Bedeutung, die die EZB der Finanzmarktintegration sowie allen Initiativen zur Stärkung dieses Prozesses beimisst, leitet sich aus den Bestimmungen des Artikels 105 EG-Vertrag ab. Darin ist festgelegt, dass das ESZB, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unterstützt.

Darüber hinaus hat die EZB ein besonderes Interesse an der weiteren Integration des europäischen Finanzsystems. Einem effizienten und gut integrierten Finanzsystem kommt im Hinblick auf eine reibungslose und effektive

Transmission der Geldpolitik im gesamten Euroraum eine Schlüsselrolle zu. Zwar trifft diese Einschätzung auf alle Segmente des Finanzsystems zu, doch sind diejenigen Marktsegmente hier besonders wichtig, die unmittelbar für die Umsetzung der Geldpolitik relevant sind, vor allem der Markt für Zentralbankguthaben der Banken (unbesicherter Interbankengeldmarkt).

Im Kontext der operationellen Durchführung der Geldpolitik können stärker integrierte Finanzmärkte der EZB auch in anderer Hinsicht nützlich sein. Das Eurosystem gewährt seinen Geschäftspartnern gegen Stellung ausreichender Sicherheiten Kredite. Der aktuelle Sicherheitenrahmen unterteilt die refinanzierungsfähigen Sicherheiten in zwei Kategorien, wobei die verschiedenen Arten von Sicherheiten der Kategorie 2 nationale Zulassungskriterien erfüllen. Angesichts der Notwendigkeit, die Transparenz der Rege-

lungen zu den Sicherheiten und die Gleichbehandlung aller Geschäftspartner zu gewährleisten, prüft das Eurosystem gerade, ob und wie sich diese Heterogenität verringern lässt und unter welchen Bedingungen die zwei Kategorien zu einer einzigen Sicherheitenliste zusammengefasst werden könnten. Der Erfolg hängt in hohem Maße von der weiteren Harmonisierung der nationalen Rechtsvorschriften bzw. Verfahren im Bereich der Wertpapiere und Sicherheiten ab.

Ein weiterer Grund für das Interesse der EZB an der Finanzintegration hängt mit ihrem Bestreben zusammen, den reibungslosen Betrieb der Zahlungsverkehrssysteme zu fördern. Die finanzielle Integration, insbesondere auf der Infrastrukturebene, könnte das Erreichen dieses Ziels entscheidend erleichtern.

Schließlich ist Finanzmarktintegration auch wegen ihres Zusammenhangs mit der Finanzmarktstabilität für die EZB von Bedeutung. Zentralbanken haben ein natürliches Interesse an dieser Thematik, weshalb ihre Rolle diesbezüglich in Artikel 105 Absatz 5 des EG-Vertrags verankert ist, der unter anderem vorsieht, dass das ESZB zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen beiträgt. Ein hoher Integrationsgrad wirkt sich auf die Stabilität des Finanzsystems aus. Ein größeres und stärker diversifiziertes Finanzsystem ist eher in der Lage, wirtschaftliche Schocks zu absorbieren als die Finanzsysteme in einzelnen Ländern. Eine hohe Integration kann aber andererseits auch das Risiko grenzüberschreitender Dominoeffekte vergrößern.

Beitrag der EZB zur Finanzmarktintegration

Aufgrund des speziellen Interesses der EZB an den genannten Bereichen und aus den dargelegten Gründen hierfür unterstützt die EZB die Finanzintegration nicht nur *passiv*, sondern auch *aktiv*. Sie fördert diesen Prozess auf dreierlei Art: durch konkrete Maßnahmen, ihre Katalysatorfunktion bei kollektivem

Handeln und ihren Beitrag zur Schärfung des Bewusstseins für die Notwendigkeit der Integration sowie für die Mittel, mit denen diese erreicht werden kann. Das Engagement der EZB lässt sich an einer Vielzahl von Initiativen ablesen, von denen einige im Folgenden beispielhaft dargestellt werden. Konkrete Maßnahmen ergreift die EZB in solchen Bereichen, in denen sie unmittelbar zuständig ist, und im Rahmen der Erfüllung ihrer wichtigsten Aufgaben. In diese Kategorie fällt beispielsweise die Einführung des TARGET-Systems, dem bei der Integration des unbesicherten Geldmarkts – wie bereits erwähnt – eine Schlüsselrolle zukam.

Aufgrund ihrer besonderen institutionellen Position als öffentliche Behörde mit europaweiter Zuständigkeit und als Marktteilnehmer zugleich ist die EZB gut aufgestellt, um die Maßnahmen anderer Parteien zur Förderung der Finanzmarktintegration zu ergänzen und unterstützen. In diesem Zusammenhang ist die der EZB gemäß EG-Vertrag übertragene beratende Funktion besonders hervorzuheben, da ihr Rat, insbesondere in regulatorischen und rechtlichen Belangen, zur Integration der Finanzmärkte beitragen kann. Laut Artikel 105 Absatz 4 des EG-Vertrags ist die EZB zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft und von den nationalen Behörden zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften im Zuständigkeitsbereich der EZB zu hören. Darüber hinaus kann die EZB gegenüber den zuständigen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft und gegenüber den nationalen Behörden Stellungnahmen zu in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Fragen abgeben. Auf dem Gebiet der Bankenaufsicht (Artikel 25 der Satzung des ESZB) kann die EZB den Rat, die Kommission und die zuständigen Behörden der EU-Mitgliedstaaten in Fragen des Geltungsbereichs und der Anwendung der Rechtsvorschriften der Gemeinschaft hinsichtlich der Aufsicht über die Kreditinstitute sowie der Stabilität des Finanzsystems beraten und von diesen konsultiert werden. In einigen Fällen sehen der EG-Vertrag bzw. die Satzung den Auftrag der Harmonisierung und/oder Integration ausdrücklich vor; dies trifft etwa auf Artikel 5.3

der Satzung zu, in dem festgelegt ist, dass die EZB, soweit erforderlich, die Harmonisierung der Bestimmungen und Gepflogenheiten auf dem Gebiet der Erhebung, Zusammenstellung und Weitergabe von statistischen Daten in den in ihre Zuständigkeit fallenden Bereichen fördert.

Die EZB wird auch über ihre Teilnahme an einer Reihe von EU-Ausschüssen tätig, zu deren Aufgaben unter anderem die Förderung der Finanzintegration zählt. Als Beispiel können das Economic and Financial Committee (EFC) sowie dessen Arbeitsgruppe zum Thema Staatsanleihen und kurzfristige Staatspapiere der EU („Brouhns-Gruppe“) angeführt werden. In dem neu eingerichteten Financial Services Committee (FSC), ehemals Financial Services Policy Group, hat die EZB Beobachterstatus. In diesem neuen institutionellen Umfeld berät dieser Ausschuss den EU-Rat und die Kommission in einer Reihe von Finanzmarktfragen, die sowohl den internen Bereich (z. B. Binnenmarkt und die Umsetzung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen) als auch den Außenbereich (etwa im Rahmen der Welthandelsorganisation) betreffen. Die EZB arbeitet eng mit dem Ausschuss der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (Committee of European Securities Regulators, CESR) zusammen, mit dem sie eine gemeinsame Arbeitsgruppe zu Themen von beiderseitigem Interesse auf dem Gebiet der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme gebildet hat.¹ Die EZB wird darüber hinaus mit Ausnahme des Versicherungswesens in den neuen europäischen Regulierungs- und Aufsichtsausschüssen vertreten sein, die in Kürze für die verschiedenen Finanzsektoren gebildet werden (siehe Abschnitt 5).

Ein Beispiel für öffentliches Handeln, in das die EZB eingebunden ist, stellen die jüngst vom ESZB und dem CESR formulierten Standards für Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme dar. Die Standards verfolgen unter anderem das Ziel, die Integration der europäischen Märkte zu fördern und fortzuführen, indem sie den Marktteilnehmern ein einheitliches Regelwerk an die Hand ge-

ben, das einen klaren und rationellen Regulierungsrahmen bildet und ihnen keine übermäßigen Kosten aufbürdet. Einige der Standards, insbesondere in Bezug auf die Abwicklungszyklen, Zugangskriterien und Effizienz, erfordern ganz explizit einen gewissen Grad der Harmonisierung auf EU-Ebene. Wie im zweiten Bericht der Giovannini-Gruppe über Verrechnungs- und Abwicklungsverfahren in der EU hervorgehoben wird (Giovannini-Bericht, April 2003), stellt die Harmonisierung der Abwicklungszyklen ein wichtiges Element für die Schaffung stärker integrierter Repomärkte dar. Eine solche Harmonisierung könnte allerdings kostspielig werden, da sie eine umfassende Überprüfung der derzeitigen Marktgepflogenheiten erfordern könnte. Die gemeinsame Arbeit des ESZB und des CESR macht deutlich, dass weitere Untersuchungen zum benötigten Grad der Harmonisierung erforderlich sind.

Über ihre Zusammenarbeit mit anderen Behörden hinaus agiert die EZB auch als Partner für den privaten Sektor, um so das kollektive Handeln zu fördern. Wie bereits erwähnt, trat die EZB bei der Entwicklung des EONIA als Vermittlerin auf. Auf Wunsch und im Auftrag von Marktverbänden erhebt die EZB die statistischen Daten, von denen der Index abgeleitet wird, und berechnet täglich den Referenzkurs. Ein weiteres Beispiel für das Engagement der EZB zur Unterstützung einer Initiative des privaten Sektors betrifft ein Projekt, das gegenwärtig von einer Gruppe von Marktteilnehmern unter der Schirmherrschaft der Finanzmarktorganisation ACI durchgeführt wird und eine effiziente Integration der in Europa bestehenden zahlreichen Märkte für kurzfristige Wertpapiere zum Ziel hat. Die Initiative, die ihre Informationen von Emittenten, Investoren, Händlern und Infrastruktur-Anbietern in der gesamten EU bezieht, hat es sich zur Aufgabe gemacht, gemeinsame Konventionen und Marktpraktiken für das Segment der kurzfristigen Wertpapiere in der EU festzulegen und damit de facto einen einheitlichen Markt für diese Wertpapiere zu schaffen. Wie im Falle des EONIA

¹ Siehe http://www.ecb.int/pub/cons/cesr2003/ecbcesr_announce.pdf

nimmt die EZB dabei eine Vermittlerrolle ein. Beispielsweise führte die EZB auf Wunsch und im Auftrag von Teilnehmern aus dem privaten Sektor eine marktweite Konsultation darüber durch, wie die Integration dieses speziellen Marktsegments weiter verbessert werden könne.² Um das reibungslose Funktionieren dieses Marktes zu unterstützen, kann die EZB auch gebeten werden, bestimmte Aufgaben, wie die Erhebung statistischer Daten, zu übernehmen.

Als weitere von der EZB geförderte Initiative des privaten Sektors ist die Gründung der European Financial Markets Lawyers Group (EFMLG) zu nennen, die seit 1999 in den Räumlichkeiten der EZB zusammentrifft.³ Die Mitglieder dieser Gruppe werden aufgrund ihrer persönlichen Erfahrungen unter hochrangigen Juristen solcher Kreditinstitute ausgewählt, die ihren Sitz in der EU haben und sich am stärksten an den europäischen Finanzmärkten engagieren. In Anbetracht der Tatsache, dass die Integration der europäischen Finanzmärkte trotz der Einführung des Euro noch immer durch das Fehlen einheitlicher Rechtsnormen und harmonisierter vertragsrechtlicher Gepflogenheiten behindert wird, hat es sich die EFMLG zum Ziel gesetzt, über Initiativen zur Förderung der Harmonisierung von Rechtsvorschriften und Praktiken, denen die Aktivitäten am Finanzmarkt unterliegen, zu beraten. Zu den bisher diskutierten Themen gehören die rechtlichen Hindernisse, die einer grenzüberschreitenden Verwendung von Sicherheiten (Pfandhinterlegung, Eigentumsübertragung) im Wege stehen und auf europäischer Ebene mit der EU-Richtlinie über Finanzsicherheiten beseitigt wurden, des Weiteren die rechtlichen Hindernisse bei der Integration der Märkte für kurzfristige Wertpapiere (in Zusammenarbeit mit der ACI, siehe oben) sowie die Harmonisierung der Rechtsvorschriften für bestimmte Finanzinstrumente in der EU, die als Wertrechte ausgegeben werden.

Eine wichtige vom Markt ausgehende Initiative zur Harmonisierung der vertraglichen Dokumentation stellt der im Januar 2001 von der Bankenvereinigung der Europäischen Union vorgelegte Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte dar.⁴ Er ist in Englisch, Französisch, Deutsch, Italienisch, Spanisch und Portugiesisch verfügbar und unterliegt dem von den Vertragsparteien vereinbarten geltenden Recht. Dieser mehrsprachige, in mehreren Rechtssystemen gültige und produktübergreifende Rahmenvertrag vereinigt die im Euroraum verwendeten verschiedenen Rahmenvereinbarungen für die Dokumentation von Repogeschäften und Wertpapierdarlehen – sowie in naher Zukunft auch von Devisen- und standardisierten Derivategeschäften – in einem einzigen Dokument. Die EZB benutzt diesen Rahmenvertrag ebenfalls für ihre eigenen Repogeschäfte mit den Geschäftspartnern in der EU und der Schweiz.

Die Foren, in denen die EZB mit Dritten zusammenarbeitet, um das Bewusstsein für Fragen der Finanzmarktintegration und insbesondere deren Auswirkungen zu schärfen, umfassen auch den akademischen Sektor. So richtete die EZB mithilfe von Wissenschaftlern ein Forschungsnetzwerk zum Thema Kapitalmärkte und Finanzintegration in Europa ein. Es zielt darauf ab, eine politikrelevante Forschung anzuregen, die bestrebt ist, zum Verständnis der gegenwärtigen und künftigen Integration und Struktur des europäischen Finanzsystems beizutragen.⁵ Durch dieses Netzwerk und die Veröffentlichung der gewonnenen Erkenntnisse möchte die EZB fundierte theoretische und empirische Grundlagen für Initiativen liefern, die anschließend vom privaten oder öffentlichen Sektor zur Förderung der Marktintegration übernommen werden können.

2 Siehe <http://www.ecb.int/pub/cons/acil>

3 Siehe <http://www.efmlg.org/>

4 Siehe http://www.fbe.be/downloads/EMA_3.pdf

5 Siehe <http://www.eu-financial-system.org>

5 Der aktuelle Stand der Integration und bestehende Herausforderungen

Indikatoren für die finanzielle Integration

Um den momentanen Stand der Integration beurteilen zu können – immer vorausgesetzt, dass die Produkte und Dienstleistungen in den einzelnen Mitgliedstaaten bis zu einem gewissen Grad miteinander vergleichbar sind – ist es grundsätzlich notwendig zu untersuchen, inwieweit geographische Erwägungen den Preis von Finanzinstrumenten und das Verhalten der Marktteilnehmer beeinflussen. Dies lässt sich unter anderem feststellen, indem man prüft, ob das so genannte Gesetz des einheitlichen Preises gilt, ob also ähnliche Finanzinstrumente mit demselben Risiko-Ertragsprofil zum gleichen Preis gehandelt werden, unabhängig vom Ort der Emission, Transaktion, Abwicklung und Verwahrung. Auch Indikatoren, die anzeigen, in welchem Umfang die Marktteilnehmer grenzüberschreitende Geschäfte tätigen, geben einen gewissen Aufschluss über den Grad der Marktintegration. Gibt es keine geographischen Beschränkungen, sollten Investoren theoretisch keine spezielle Präferenz für Finanzinstrumente des Heimatlandes gegenüber Finanzinstrumenten anderer Länder zeigen.

Diese Indikatoren müssen allerdings durch eine Beurteilung des Integrationsgrads des Finanzsystems insgesamt ergänzt werden; das heißt, es wäre zu untersuchen, ob die Unterschiedlichkeit der Märkte durch die verschiedenen wirtschaftlichen Bedürfnisse, die sie befriedigen, erklärt werden kann, und ob die Märkte zur effizientesten Kapitalallokation und -verwendung beitragen.

Im Hinblick auf eine dynamische Überwachung des finanziellen Integrationsprozesses in Europa ist die Europäische Kommission derzeit damit befasst, einen umfassenden Satz von Indikatoren zu erarbeiten, die sich auf die Konvergenz der Zinssätze, das Ausmaß der grenzüberschreitenden Aktivitäten, die Kosteneffizienz sowie die Marktmacht beziehen. Im Zuge dieser Arbeit sollte es möglich sein, insbesondere technische, rechtliche und regulatorische Engpässe in dem Prozess aufzudecken und eine gewisse Grundlage für die Priorisierung der Maßnahmen auf EU-Ebene zu schaffen. Im nachstehenden Kasten werden einige bei der EZB entwickelte und auf die Geld-, Anleihe- und Aktienmärkte im Euroraum angewandte quantitative Indikatoren der Finanzintegration dargestellt.

Kasten

Indikatoren für die Finanzmarktintegration im Euro-Währungsgebiet

Die Integration der Finanzmärkte eines bestimmten geographischen Gebiets wirkt sich am deutlichsten dadurch aus, dass dort das Gesetz des einheitlichen Preises gelten sollte. Dies besagt in diesem Zusammenhang, dass Wertpapiere mit denselben Risikomerkmale auch denselben erwarteten Ertrag aufweisen sollten, unabhängig von Standort oder Identität des Emittenten oder des Eigners dieser Wertpapiere. Die vollständige Integration der Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets müsste also bewirken, dass vergleichbare Wertpapiere, die in sämtlichen Rechtssystemen des Euroraums verfügbar sind und identische Zahlungsströme generieren, in allen Ländern dieses Gebiets zum selben Preis gehandelt werden. Die an einigen Märkten (z. B. am Geldmarkt und am Markt für Staatsanleihen) gehandelten Vermögenswerte sind oft zumindest so weit vergleichbar, dass sich aus den gemessenen Kursunterschieden ein direkter Indikator für den Integrationsgrad ergibt. In anderen Fällen, etwa bei den Aktienmärkten, ist es in der Praxis äußerst schwierig, an den unterschiedlichen Märkten Wertpapiere zu finden, die Zahlungsströme und Risikoeigenschaften aufweisen, die so ähnlich sind, dass daraus einfache Kursvergleiche als Indikatoren der Finanzmarktintegration abgeleitet werden können. In diesem Fall muss die relative Bedeutung jener Faktoren geschätzt werden, die im Unterschied zu idiosynkratischen Faktoren (vor allem länderspezifische Faktoren) im gesamten Euro-Währungsgebiet bei der Preisgestaltung von Vermögenswerten zum Tragen kommen (systematisches Risiko). Dieser Kasten stellt anhand der Geld-, Anleihe- und Aktienmärkte des

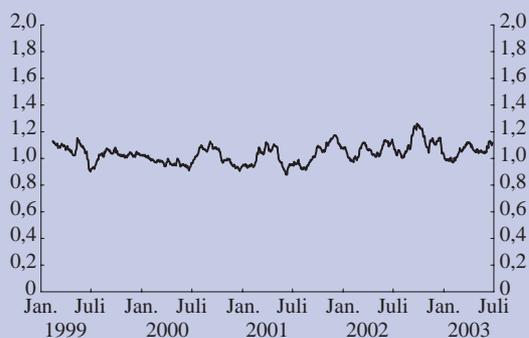
Eurogebiets eine Auswahl an Indikatoren für die Finanzmarktintegration vor, die auf dem Gesetz des einheitlichen Preises basieren.¹

Der erste Indikator ergibt sich aus der direkten Messung der Preisdifferenzen innerhalb eines Landes im Verhältnis zu den länderübergreifenden Preisunterschieden. In Abbildung A wird dieser Indikator anhand des Geldmarkts – und hier des Marktes für unbesichertes Euro-Tagesgeld – dargestellt. Dieser Markt ist für die EZB von besonderem Interesse, da er für die Durchführung der Geldpolitik eine wichtige Rolle spielt. Ferner profitiert er von den sehr genauen Angaben zu den Zinssätzen im gesamten Euro-Währungsgebiet, da sich die Berechnung des EONIA auf die täglichen Zinssätze stützt, die von den einzelnen EONIA-Banken gemeldet und mit dem Kreditvolumen gewichtet werden. Der Kurvenverlauf bildet das Verhältnis der durchschnittlichen Abweichungen des Tagesgeldsatzes zwischen EONIA-Banken in *verschiedenen* Ländern des Euro-Währungsgebiets und den durchschnittlichen Abweichungen des Tagesgeldsatzes zwischen EONIA-Banken *innerhalb ein- und desselben* Landes des Euroraums ab. Geht man von der plausiblen Annahme aus, dass die nationalen Geldmärkte vollständig integriert sind, so zeigt eine Verhältniszahl mit einem Wert sehr nahe an 1 an, dass der Tagesgeldmarkt im Euro-Währungsgebiet ebenfalls vollständig integriert ist. Je höher dieser Wert über 1 liegt, desto geringer ist der Integrationsgrad des jeweiligen Marktes. Da sich diese Kurve seit Anfang 1999 innerhalb einer relativ engen Bandbreite um 1 bewegt, lässt sich aus Abbildung A eindeutig ablesen, dass der Markt für unbesichertes Tagesgeld im Euroraum seit dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) als hochgradig integriert angesehen werden kann.

Die anderen beiden in diesem Kasten vorgestellten Indikatoren für die Finanzmarktintegration sind eher indirekt und beruhen auf einer Schätzung der relativen Bedeutung von Faktoren, die für den gesamten Euroraum gelten. Der Grundgedanke dahinter ist der, dass die Anleger, sobald internationalen Investitionen keine Schranken gesetzt sind, das Risiko lokaler Schocks streuen können, indem sie Vermögenswerte verschiedener Länder halten. Somit sollten derartige Schocks keine Ursache für ein systematisches Risiko darstellen. In vollständig integrierten Finanzmärkten sollten die Renditen für ähnliche Vermögenswerte in den einzelnen Ländern gleich hoch sein und nur durch Faktoren beeinflusst werden, die in allen Ländern gelten.

Abbildung B zeigt einen solchen Indikator am Beispiel des Marktes für Staatsanleihen im Euroraum. Die dargestellte Kurve leitet sich aus Regressionen ab, mit deren Hilfe geschätzt wird, inwiefern die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets auf einen euroraumweiten Faktor reagieren, und zwar auf die Benchmarkrendite für diese Laufzeit. Die Überlegung dahinter ist die, dass in der Benchmarkrendite sämtliche gemeinsamen Faktoren, die im jeweiligen Gebiet preisbildend wirken, enthalten sind. Wenn der Koeffizient dieser Schätzung für ein bestimmtes Land des Euro-Währungsgebiets nahe an 1 liegt, so sind die Staatsanleihen dieses Landes innerhalb des Euroraum-Marktes hochgradig integriert. Je weiter der Koeffizient unter 1 liegt, um so niedriger ist der Integrationsgrad der jeweiligen Anleihen. Der Kurvenverlauf in Abbildung B wurde aus den durchschnittlichen Abweichungen des Koeffizienten von 1 in allen Ländern des Euroraums errechnet, so dass ein Wert, der näher

Abbildung A: Integration des Tagesgeldmarkts im Euro-Währungsgebiet: Verhältnis der durchschnittlichen Abweichungen der „länderübergreifenden“ Zinssätze zu den durchschnittlichen Abweichungen der „inländischen“ Zinssätze (gleitender 30-Tagesdurchschnitt)



Quellen: European Banking Federation und EZB.
Anmerkung: Die Abweichungen stellen den absoluten Wert der Zinsdifferenzen bei allen möglichen Kombinationen von Zinssätzen zwischen Banken in verschiedenen Ländern („länderübergreifend“) bzw. innerhalb eines Landes („inländisch“) dar.

¹ Nähere Einzelheiten zu diesen Indikatoren sowie zusätzliche Ergebnisse auf Basis alternativer Integrationsmessgrößen und anderer Marktsegmente sind dem Occasional Paper der EZB mit dem Titel „Measuring financial integration in the euro area“ von Baele et al. zu entnehmen, das in Kürze erscheinen wird.

bei 0 liegt, einen höheren Integrationsgrad angibt und ein Wert, der näher bei 1 liegt, einen geringeren. Das Verlaufprofil legt nahe, dass die Einführung des Euro 1999 mit einer merklich stärkeren Integration des euroraumweiten Marktes für zehnjährige Staatsanleihen einherging (der Integrationsindikator geht von 0,7 im Jahr 1998 auf rund 0,1 im Jahr 2000 zurück und verharrt in der Folge auf diesem Niveau.) Das derzeitige Integrationsniveau ist jedoch niedriger als im Fall des Geldmarkts, was daran zu erkennen ist, dass der Indikator noch nicht beständig unter 0,1 liegt. Auf dem Weg zur vollständigen Integration des Staatsanleihemarkts sind also offenbar noch einige Hindernisse zu überwinden. Im Übrigen gab es Mitte der Neunzigerjahre bereits einmal eine Phase, in der sich die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen relativ analog zur Benchmarkrendite für den Euroraum entwickelten, wenn auch in einem etwas geringeren Ausmaß als seit der Einführung des Euro.

Abbildung C zeigt die Ergebnisse eines anderen indirekten Indikators, diesmal in Bezug auf die Aktienmärkte des Euro-Währungsraums. Die Balken beziehen sich auf die durchschnittlichen Varianzverhältnisse zwischen den Ländern des Euroraums, die den Teil der lokalen Aktienrenditenvolatilität messen, der sich allein durch im Euro-Währungsgebiet aufgetretene Schocks erklären lässt. Die Verhältnisse werden anhand eines Ansatzes geschätzt, der Änderungen der Varianzen im Zeitverlauf zulässt. Sie isolieren euroraumweite Schocks von Schocks, die außerhalb des Euroraums entstehen; für Letztere werden näherungsweise Schocks an den US-Aktienmärkten herangezogen. Je höher das Varianzverhältnis von Schocks im Euroraum ausfällt, desto integrierter sind die betreffenden Aktienmärkte. Dabei kann das Verhältnis der Varianzen maximal 100 % betragen. Insgesamt lassen die in der Abbildung dargestellten Ergebnisse den Schluss zu, dass die Integration des Aktienmarkts im Euroraum seit den Siebzigerjahren deutlich vorangeschritten ist. Das durchschnittliche Varianzverhältnis im Euro-Währungsraum ist von rund 8 % in der Zeit von 1973 bis 1986 auf beinahe 25 % im Zeitraum seit der Euro-Einführung gestiegen, wobei allerdings der durchschnittliche Anstieg in jüngster Zeit (zwischen 1999 und 2003) marginal war. Trotz des allgemeinen Aufwärtstrends der letzten Jahrzehnte lässt sich die Tatsache, dass das durchschnittliche Varianzverhältnis nicht über 25 % liegt, als ein Anzeichen dafür interpretieren, dass der Aktienmarkt bisher noch kein besonders hohes Integrationsniveau erreicht hat. Obwohl die drei in diesem Kasten beschriebenen Indikatoren nicht direkt vergleichbar sind, scheinen die Aktienmärkte von den drei hier angeführten Beispielen tatsächlich den niedrigsten Integrationsgrad aufzuweisen.

Abbildung B: Integration des Staatsanleihemarkts im Euro-Währungsgebiet: Durchschnittliche „länderübergreifende“ Abweichung des Renditeverlaufs zehnjähriger Anleihen in allen Ländern vom Wert 1 als Reaktion auf Renditeänderungen der euroraumweiten Benchmarkanleihe

(Schätzung mit einem gleitenden 18-Monatsfenster)

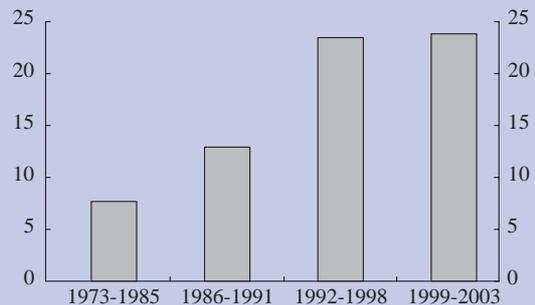


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die durchschnittliche Abweichung eines Regressionskoeffizienten, der die Reaktion der Veränderungen nationaler Anleiherenditen auf Veränderungen des euroraumweiten Renditeverlaufs misst, vom Wert 1. Als Benchmark dienen zehnjährige deutsche Staatsanleihen.

Abbildung C: Integration des Aktienmarkts im Euro-Währungsgebiet: Durchschnittlicher Anteil der allein auf Schocks im Euro-Währungsgebiet zurückzuführenden Kursschwankungen

(in %)



Quellen: Datastream und EZB.

Anmerkung: Die Abbildung zeigt die relative Bedeutung euroraumweiter Faktoren (ohne den gemeinsamen Einfluss von Schwankungen am US-Aktienmarkt) für die über vier unterschiedliche Zeiträume als Durchschnittswert ermittelte Varianz der Aktienkursindizes der einzelnen Euro-Länder („Varianzverhältnis“). Die einzelnen Ländervarianzen sowie die Varianzen im Euro-Währungsgebiet insgesamt und in den Vereinigten Staaten sind anhand eines GARCH-Modells geschätzt.

Heterogenität der Kapitalmarktsegmente für das Großkundengeschäft

Anhand der oben genannten quantitativen Indikatoren gelangt man zu der Einschätzung, dass das Integrationsniveau in den verschiedenen Segmenten des europäischen Kapitalmarkts für das Großkundengeschäft knapp fünf Jahre nach der Einführung des Euro noch immer heterogen ist. In Marktsegmenten, in denen die Produktspezifikation marktweit festgelegt wurde, in denen die Regelungen für Transaktionen und die Gepflogenheiten der Marktteilnehmer im gesamten Eurogebiet harmonisiert wurden und eine einheitliche Infrastruktur existiert, scheint eine raschere und auch tiefer gehende Integration stattgefunden zu haben. Neben dem bereits erwähnten unbesicherten Interbankengeldmarkt ist der Tagesgeldsatz-Swap-Markt ein weiteres Beispiel für ein vollständig integriertes Marktsegment, in dem die Produktdefinition (auf Basis des EONIA-Referenzsatzes) vollkommen standardisiert ist. Auch die Derivatemärkte einschließlich der Geldmarkt-Futures und der Terminkontrakte auf Staatsanleihen können als vollständig integriert in dem Sinne betrachtet werden, dass alle Marktteilnehmer dieselben vereinheitlichten Produkte und Marktstrukturen nutzen und denselben Marktregeln folgen.

An Märkten, an denen die Infrastruktur – vor allem im Hinblick auf die Wertpapierverrechnung und -abwicklung – weiterhin segmentiert ist, wurde ein niedrigeres Integrationsniveau erzielt. Dies gilt etwa für den besicherten Geldmarkt (Repomarkt), an dem trotz der kollektiven Bemühungen der Marktteilnehmer, die Produktspezifikation zu harmonisieren, Hindernisse auf dem Weg zur vollständigen Integration bestehen bleiben.

Ein weitgehend gleiches Bild ergibt sich für Marktsegmente, in denen die Produktspezifikation nicht völlig harmonisiert ist. Beispiele hierfür sind der Rentenmarkt im Allgemeinen und das Segment der Staatsanleihen im Besonderen. Die Vereinheitlichung der Ausstattungsmerkmale von inflationsindexierten, auf Euro lautenden französischen

und griechischen Staatsanleihen deutet jedoch darauf hin, dass es sich hier um ein Teilsegment des Marktes handelt, in dem eine Integration durch Harmonisierung der Produktspezifikation offenbar stattfindet.

Die Märkte für hochrentierliche Schuldverschreibungen und Asset-backed Securities, die bei der breiteren Risikostreuung im Euroraum eine entscheidende Rolle spielen können, sind nach wie vor fragmentiert und relativ unterentwickelt. Dies ist zum Teil die Folge einer mangelnden Harmonisierung der Produktspezifikation, die ihrerseits unter anderem Ausdruck divergierender nationaler Konkursrechte ist.

Ein weiteres Beispiel für einen nicht vollständig integrierten Markt ist der Markt für kurzfristige Wertpapiere, an dem die mangelnde europaweite Harmonisierung der Produktmerkmale zu einer Marktsegmentierung geführt hat. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass sich die Gemeinschaft der Marktteilnehmer in diesem Segment dafür einsetzt, die Produkte stärker zu standardisieren und die Integration durch die in Abschnitt 4 genannte Initiative zur Harmonisierung der Regeln am Markt für kurzfristige Wertpapiere zu beschleunigen.

Bestehende Herausforderungen

Am 15. Juli 2003 beauftragte der ECOFIN-Rat den FSC mit einer Untersuchung des bei der Finanzintegration insgesamt erzielten Fortschritts sowie der daraus resultierenden wirtschaftlichen Vorteile. Vor allem im Rahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen und der entsprechenden Nachbereitung sollte der Ausschuss Schlüsselbereiche analysieren, in denen von einer weiteren Integration deutliche wirtschaftliche Vorteile für die EU zu erwarten wären, und solche Bereiche benennen, in denen vorrangig Fortschritte auf dem Weg zu einem wahrhaft integrierten Markt für Finanzdienstleistungen in der EU angestrebt werden sollten. Der Ausschuss wird dem Rat im Frühjahr 2004 über seine Arbeit Bericht erstatten und damit dort eine politische Debatte über die wichtigsten

Themen vorbereiten, sodass weitere Maßnahmen geplant werden können. Die EZB beabsichtigt, im Rahmen ihrer Zuständigkeit bestmöglich zur Ausarbeitung der FSAP-Folgestrategie beizutragen. Was die unmittelbaren und bereits bestehenden Herausforderungen für die Finanzmarktintegration angeht, kommt der Konsolidierung der finanziellen Infrastruktur sowie den regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Regelungen der EU für den Finanzsektor besondere Bedeutung zu. Auch die durch Unterschiede in den Steuersystemen hervorgerufenen Verzerrungen bleiben ein Problem.

Angesichts der Schlüsselrolle, die die Schaffung einer einheitlichen Infrastruktur im Zuge der Kapitalmarktintegration offenbar spielt, ist die laufende Arbeit der Giovannini-Gruppe besonders hervorzuheben, da sie die weitere Integration der Wertpapiermärkte beträchtlich erleichtern dürfte. Bei dieser Gruppe handelt es sich um ein Forum von Finanzexperten, in dem auch Vertreter der EZB aktiv mitwirken. Sie tritt unter dem Vorsitz von Alberto Giovannini zusammen und berät die Europäische Kommission. Sie hat sowohl die Art der verbleibenden Hindernisse auf dem Weg zur vollständigen Integration der Verrechnungs- und Abwicklungsverfahren in der EU als auch die Mittel, mit denen diese ausgeräumt werden können, untersucht. Dabei wurden 15 Hürden ermittelt, die ein effizientes und integriertes Verrechnungs- und Abwicklungssystem behindern, von denen sich zwei auf die Besteuerung und drei auf die Rechtssicherheit beziehen. Bezeichnenderweise ergeben sich nicht weniger als zehn Hindernisse aus technischen Anforderungen und/oder Marktgepflogenheiten, die folglich die Marktteilnehmer selbst durch koordiniertes Handeln, bisweilen mit Unterstützung des öffentlichen Sektors oder gemeinsam mit ihm, lösen könnten. Darüber hinaus arbeitete die Gruppe Einzelvorschläge für konkrete Maßnahmen zur Beseitigung der Hindernisse aus und benannte für die Fälle, in denen eine Koordination angezeigt erschien, eine Stelle, die diese Aufgabe übernehmen könnte.

Eine umfassende Überprüfung der EU-Bestimmungen zur Regulierung, Überwachung und

Stabilität der Finanzmärkte ist gerade im Gange. Diese Überprüfung, die zur weiteren Integration der institutionellen Finanzarchitektur der EU beitragen dürfte, wurde ursprünglich durch den Bericht des Lamfalussy-Ausschusses über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte (2001) angestoßen. Der Ausschuss der Weisen legte eine Reihe von Empfehlungen vor, die Tempo und Effizienz des europäischen Wertpapierregulierungs- und -aufsichtsrahmens steigern sollten. Um den Anforderungen moderner Finanzmärkte gerecht werden zu können, wurde eine Überprüfung der vorhandenen Struktur als notwendig erachtet. Des Weiteren fasste der ECOFIN-Rat Ende 2002 auf Basis der in zwei Berichten des Wirtschafts- und Finanzausschusses zu diesem Thema enthaltenen Empfehlungen und im Anschluss an ein öffentliches Konsultationsverfahren den Beschluss, das vom Ausschuss der Weisen erarbeitete Konzept, das heißt die Elemente des Regulierungsprozesses im Wertpapiersektor, auf den gesamten Finanzsektor auszuweiten. Eine große Herausforderung für die Zukunft wird darin liegen sicherzustellen, dass diese neue Finanzarchitektur (die auch eine Vernetzung von Finanzmarktaufsichts- und -regulierungsbehörden umfasst) rasch, effektiv und flexibel funktioniert. Wie im ersten Zwischenbericht der Inter-Institutional Monitoring Group vom Mai 2003 festgestellt, wird der Erfolg des Lamfalussy-Verfahrens davon abhängen, ob es gelingt, in der Stufe 1 Rechtsvorschriften vorzulegen, die allgemein genug gehalten sind.⁶ Zudem sollten die Bestimmungen der Stufe 2 nicht zu einem Gemenge bereits bestehender detaillierter Regelungen werden. Die ersten Erfahrungen mit

⁶ Das Lamfalussy-Verfahren beruht auf einem Vier-Stufen-Konzept für die Verabschiedung von Rechtsnormen für den Wertpapiersektor. Stufe 1 besteht aus Rahmenregelungen in Form von Richtlinien oder Verordnungen, die den normalen EU-Gesetzgebungsverfahren unterliegen. Stufe 2 enthält detaillierte Durchführungsmaßnahmen, die sich aus den Rahmenregelungen der Stufe 1 ergeben. Stufe 3 beinhaltet eine verstärkte Zusammenarbeit und Vernetzung der Wertpapieraufsichtsbehörden in der EU, um eine konsistente und äquivalente Umsetzung der Rechtsnormen der Stufen 1 und 2 zu gewährleisten. Stufe 4 steht für eine verbesserte Durchsetzung, und zwar insbesondere anhand von Initiativen der Europäischen Kommission zur Umsetzung des Gemeinschaftsrechts und gestützt auf eine intensivere Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten, deren Regulierungsbehörden und dem privaten Sektor.

der Rechtssetzung der Stufe I scheinen über das hinauszugehen, was im Lamfalussy-Verfahren „Rahmenregelungen“ genannt wird. Gleichzeitig haben die Mitgliedstaaten in den vergangenen Jahren außerhalb des noch jungen Lamfalussy-Rahmens nationale Rechtsvorschriften für den Finanzsektor erlassen, die zu einem stärker diversifizierten Regelwerk für Finanzdienstleistungen geführt haben.

6 Schlussbemerkungen

In Anbetracht der großen Vorteile, die die europäische Finanzintegration für die Gesamtwirtschaft mit sich bringen kann, müssen alle Beteiligten beim gegenwärtigen Stand der Dinge, das heißt angesichts der vielen nach wie vor unzureichend integrierten Marktsegmente, den Integrationsprozess bis zu seiner Vollendung nachhaltig unterstützen. Die EZB selbst beabsichtigt, im Rahmen ihrer Möglichkeiten und Zuständigkeit aktiv zur Förderung der europäischen Finanzintegration beizutragen. Außerdem kommt es darauf an, dass die anderen öffentlichen Instanzen der EU ihre Anstrengungen zur Förderung des Integrationsprozesses unbeirrt fortsetzen. Dies verlangt insbesondere eine klare Verpflichtung der nationalen Behörden zur Umsetzung eines legislativen und regulatorischen Rahmens, der wirksam für Binnenmarktfreiheit und finanzielle Stabilität sorgt, und die uneingeschränkte Anerkennung, dass die freie Teilnahme am Markt und seine Stabilität

Ein weiterer Bereich, in dem Handlungsbedarf auf dem Weg zur weiteren Integration der Finanzmärkte besteht, ist die unterschiedliche Besteuerung, die nach wie vor die Ursache für erhebliche Verzerrungen innerhalb der EU ist. Der diesbezüglich wichtigste Teilaspekt, die steuerliche Behandlung von Sparerträgen, wurde durch eine im Juni 2003 verabschiedete Richtlinie geregelt.

ein öffentliches Interesse auf europäischer Ebene darstellen.

Neben öffentlichem Handeln kann offenbar auch effektives kollektives Handeln der Marktteilnehmer in einzigartiger Weise nicht nur die Integration an sich, sondern auch die Konvergenz hin zu optimalen Marktstandards fördern. Es könnte sich für die Finanzgemeinschaft insgesamt lohnen, systematischer zu untersuchen, unter welchen Umständen kollektives Handeln zur Entwicklung eines integrierten Finanzdienstleistungsmarkts beitragen kann. Bei solchen kollektiven Handlungen im privaten Sektor hat die EZB bei vielen Gelegenheiten, von denen hier nur einige erwähnt wurden, eine Vermittlerrolle übernommen, um Koordinationsprobleme, die die finanzielle Integration behindern, zu überwinden. Es ist deshalb abzusehen, dass vermutlich auch andere Initiativen künftig ihre Unterstützung suchen und finden werden.

